

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

JOÃO GABRIEL GRANZOTTO LEGER

**DIREITO DE INVESTIDOR, ESTUDO DE CASOS:
DESVALORIZAÇÃO DAS AÇÕES E A PRETENSÃO DE RESSARCIMENTO**

CURITIBA

2018

JOÃO GABRIEL GRANZOTTO LEGER

**DIREITO DE INVESTIDOR, ESTUDO DE CASOS:
DESVALORIZAÇÃO DAS AÇÕES E A PRETENSÃO DE RESSARCIMENTO**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito, Curso de Direito, Setor de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Paraná.

Orientadora: Prof.^a Dra. Maria Cândida Pires Vieira do Amaral Kroetz.

CURITIBA

2018

TERMO DE APROVAÇÃO

JOÃO GABRIEL GRANZOTTO LEGER

DIREITO DE INVESTIDOR, ESTUDO DE CASOS: DESVALORIZAÇÃO DAS AÇÕES E A PRETENSÃO DE RESSARCIMENTO

Trabalho de conclusão de curso aprovado como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Direito, Curso de Direito, Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientadora:

Prof.^a Dra. Maria Cândida Pires Vieira do Amaral Kroetz
Departamento de Direito Civil e Processual Civil, UFPR.

Prof. Dr. Carlos Eduardo Manfredini Hapner
Departamento de Direito Privado, UFPR

Prof. Dr. Vicente de Paula Ataíde Jr.
Departamento de Direito Civil e Processual Civil, UFPR

Curitiba, 23 de novembro de 2018.

À minha mãe, Cibele Granzotto Leger

Ao meu pai, Gabriel Guy Leger

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar a viabilidade e a plausibilidade da propositura de ação indenizatória por acionistas contra sociedade anônima, visando obter reparação pela depreciação do valor de seus títulos mobiliários, quando o prejuízo decorrer da prática de atos ilícitos, mais especificamente a disseminação de informações falsas ou desvio de recursos. Para tanto, avaliam-se todos os elementos necessários para conformar a imputação de responsabilidade, aplicando estes componentes ao contexto deste tipo de demanda, através da análise de casos concretos.

Palavras-chave: reparação, investidor, ações, práticas ilícitas, sociedade anônima

ABSTRACT

The purpose of this paper is to analyze the feasibility and plausibility of the proposition of action for damages by the shareholders against a corporation, aiming to obtain compensation for the depreciation of securities value, when the damage occurs due to the practice of illegal acts, more specifically the dissemination of false information or diversion of resources. In order to do so, all the necessary elements to conform the claim of responsibility are evaluated, applying these elements to the context, through the analyses of actual cases.

Keywords: compensation, shareholder, devaluation, stocks, illicit practices, corporation

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
2. ASSOCIAÇÃO AIDMIN CONTRA PETROBRAS	9
2.1. CONTEXTO DECORRENTE DA AÇÃO AMERICANA	9
2.2. RELATO DA AÇÃO BRASILEIRA.....	10
2.3. DA NECESSIDADE DO ACESSO À JUSTIÇA.....	13
3. MIN NANKEUNG CONTRA BANCO PANAMERICANO.....	16
3.1. RELATO DA AÇÃO	16
3.2. DELIMITAÇÃO DA CONTROVÉRSIA	23
3.3. DA POSSIBILIDADE DE AÇÃO DE INDENIZAÇÃO POR INVESIDOR	24
4. INVESTIDOR A. A. de A. CONTRA BANCO PANAMERICANO.....	33
4.1. RELATO DA AÇÃO	33
4.2. DELIMITAÇÃO DAS CONTROVÉRSIAS.....	35
4.3. DO ATO ILÍCITO	36
4.4. DA CULPA	38
4.4.1 Do regime de responsabilidade	38
4.4.2 Da culpa e dos deveres violados	39
4.5. DO DANO	42
4.5.1. Da responsabilidade e do dever de indenizar	42
4.5.2. Do conceito de dano material	43
4.5.3. Da desvalorização das ações como dano indenizável	46
4.6. DO NEXO CAUSAL.....	47
4.6.1. Das teorias da causalidade.....	47
4.6.2. Do mercado e da causalidade entre a desvalorização das ações e os ilícitos	49
5. CONCLUSÃO	53
REFERÊNCIAS	55

1. INTRODUÇÃO

A propositura de ação de investidores contra a Petrobras em 2017 para reaver perdas decorrentes da desvalorização do preço das ações reacendeu, no cenário jurídico brasileiro, o debate sobre o direito de indenização de acionistas. Considerou-se, pois, relevante aferir os aspectos jurídicos que deram azo a uma possível responsabilização de sociedades anônimas em casos similares.

Este trabalho, portanto, objetiva analisar a pretensão de direito material de que investidores do mercado mobiliário demandem judicialmente, em benefício patrimonial particular, ressarcimento contra sociedade de capital aberto, pela depreciação do valor de suas ações, quando este fato decorrer da prática de atos ilícitos pela companhia emissora.

O estudo partiu da análise de casos concretos que foram submetidos à Justiça brasileira. Para tanto, a pesquisa da Professora Viviane Mueller Prado, da Fundação Getúlio Vargas, serviu como instrumento norteador.¹ Verificou-se serem raras as ocorrências de casos similares nas cortes nacionais. Ainda, foi observado que, dentre os processos relacionados, nenhum havia apresentado resultado favorável à pretensão de investidores que ajuizaram demandas individuais.

No desenvolvimento da pesquisa jurisprudencial, foi encontrado um único episódio em que investidor obteve êxito na reparação do dano decorrente da desvalorização de suas ações.

Assim, no intuito de apresentar ao leitor as principais dificuldades na demonstração do direito de reparação quando da desvalorização injusta de seus títulos mobiliários, foram selecionados três casos para ilustrar o debate pertinente à matéria. Cada capítulo deste trabalho foi dedicado ao estudo de uma demanda na qual acionistas pleitearam a responsabilização da sociedade anônima para que os indenizasse em razão dos prejuízos suportados.

O primeiro caso selecionado é a ação civil pública ajuizada pela Associação de Acionistas Minoritários contra a Petrobras. Embora o deslinde desta ação judicial permaneça

¹ PRADO, Viviane Muller. **Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores**. FGV Direito SP. 2016. Disponível em: <https://works.bepress.com/viviane-muller-prado/4/>. Acesso em 10 nov. 2018.

atualmente incerto, em razão de discussão sobre a validade de cláusula arbitral inserida no estatuto da companhia; faz-se útil examinar a ação e expor sua fundamentação, bem como, justificar a necessidade de que haja a tutela de direito de investidores do mercado nacional.

A segunda ação examinada tratou de um processo em que o Tribunal de Justiça de São Paulo, através da análise de mérito, afastou o direito do investidor pleitear reparação por danos, afirmando que seria legítima apenas a propositura de ação social possibilitando enfrentar o tema do cabimento da ação individual de investidor.

Por último, foi analisado caso no qual o investidor obteve provimento ao seu direito de ressarcimento. Contudo, foi necessário que demonstrasse a existência de dano certo, bem como liame de causalidade entre as práticas ilícitas da companhia ré com a depreciação do valor de seus títulos. Considerando, então, a necessidade de se avaliar todos os componentes formadores da responsabilidade, também foram estudados os elementos ato ilícito e nexos causal necessários.

Explicada a metodologia deste estudo, importante salientar que muito embora questões processuais venham a ser abordadas na descrição dos casos avaliados, e que também são importantes no estudo geral da tutela do direito de investidores, esta pesquisa destina-se especificamente à análise de direito material e não instrumental do tema em questão.

Por fim, conforme já informado, faz-se importante distinguir o direito reparatório, objeto deste trabalho, das ações sociais, previstas na Lei das Sociedades por Ação. Isto porque as hipóteses de demandas descritas no artigo 159 do referido diploma descrevem pretensão de indenização da companhia contra seus administradores. Já o direito de ressarcimento a ser ora avaliado refere-se à possibilidade jurídica de que investidores, titulares de ações, pleiteiem pessoalmente a reparação por danos em face da sociedade anônima.

2. ASSOCIAÇÃO AIDMIN CONTRA PETROBRAS

Inicialmente traz-se ao estudo o atualíssimo caso da Petrobras, posto que o interesse que o episódio suscitou foi o ponto de partida para as reflexões deste trabalho.

Sendo uma empresa de grande porte, esta sociedade anônima optou pela comercialização de suas ações no mercado internacional. Quando vieram à tona fundadas informações sobre atos de corrupção com desvios de recursos praticados por seus administradores, houve expressiva queda do valor das ações da companhia.

A questão da possibilidade de indenização dos acionistas pelas perdas experimentadas foi levada à apreciação judiciária em ações coletivas nos Estados Unidos da América e no Brasil; contudo, tiveram desdobramentos diversos, como passaremos a relatar.

2.1. CONTEXTO DECORRENTE DA AÇÃO AMERICANA

Em dezembro de 2014 foi ajuizada ação nos Estados Unidos da América que viria a resultar em umas das maiores transações jurídicas contemporâneas. Tratava-se de *Class Action* movida por portadores ativos mobiliários da empresa Petróleo Brasileiro S/A, comercializadas na bolsa de valores americana *New York Stock Exchange*, cujo desfecho em 2018 foi um acordo no valor de U\$ 2,95 bilhões suportado pela companhia brasileira.²

A demanda judicial tinha como objetivo a indenização dos portadores de *American Depositary Receipts* – ADR's da Petrobras em razão da depreciação destes títulos; que são o instrumento pelo qual ações de empresas não americanas são comercializadas na bolsa de Nova Iorque.

Pretensão de direito surgida como consequência da desvalorização dos papéis da companhia comercializados nos Estados Unidos, em razão das reiteradas práticas de condutas ilegais e da divulgação de informações financeiras enganosas ao público; atos que vieram à tona por ocasião da operação Lava Jato, deflagrada pela Polícia Federal brasileira.

² ALMEIDA, André de. **A maior ação do mundo: a história da Class Action contra a Petrobras**. 1ª ed. São Paulo: SRS Editora, 2018.

Concomitantemente ao trâmite do processo americano, no Brasil, para que na forma de uma Ação Civil Pública fosse pleiteado o direito de ressarcimento dos investidores brasileiros com base nos mesmos fundamentos da Ação Coletiva estadunidense, foi constituída em 2016 a AIDMIN, Associação dos Investidores Minoritários.

Deste modo, ao final do ano de 2017, a referida associação ingressou, perante a Justiça do Estado de São Paulo, com ação para responsabilizar civilmente a Petrobras, em razão dos prejuízos suportados pelos titulares de ações, que haviam adquirido papéis da companhia no mercado mobiliário nacional, atualmente concentrado na instituição B3 – Brasil Bolsa Balcão, sigla pela qual se denomina a bolsa de valores brasileira, antiga Bovespa.

2.2. RELATO DA AÇÃO BRASILEIRA

Em 27 de outubro de 2017 a Associação dos Investidores Minoritários – AIDMIN ajuizou ação civil pública em face da Petróleo Brasileiro S/A – Petrobras. O processo foi distribuído perante a Justiça paulista, e designado à 6ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo sob a numeração 1106499-89.2017.8.26.0100.³

Em introdução de sua peça inicial a AIDMIN explicou que é associação constituída com a finalidade de tutelar os interesses dos investidores minoritários da Petrobras. Explicou que a demanda proposta objetiva responsabilizar a ré pelos danos suportados pelos titulares de ações prejudicados pelas práticas ilícitas da companhia, sobretudo, considerando que a ré estaria celebrando acordos para indenizar acionistas no exterior.⁴

Em síntese fática, a associação de investidores fez breve apanhado sobre a história e atividade da companhia ré. Na sequência, relatou sobre a operação policial *lava jato*, promovida pela Polícia Federal brasileira, cujas investigações revelaram esquemas de corrupção bilionários dentro companhia ré.⁵

³ TRIBUNAL DE JUSTIÇA DE SÃO PAULO. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/esaj/portal.do?servico=190090>. Acesso em 07/11/2018.

⁴ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. p. 2.

⁵ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 3 – 7.

Afirmou que com a exposição das práticas de ilícitos, bem como, da revelação ao público de que a sociedade anônima vinha divulgando demonstrativos financeiros falsos, o valor de mercado da companhia teria retraído. Acarretando em perdas aos investidores.⁶

Por fim, concluiu sua exposição fática ao relatar sobre a tutela dos interesses de investidores estrangeiros na justiça americana. Narrou que, nos Estados Unidos da América, investidores teriam movido ação coletiva contra a Petrobrás em busca de ressarcimento pelos prejuízos com a desvalorização dos títulos mobiliários da companhia e bem como, estariam prestes a realizar acordo de quase meio bilhão de dólares para reparação por danos suportados.⁷

Abordando questões processuais, justificou a competência do juízo estadual. Para tanto, fundamentou a opção pela distribuição da ação perante à justiça comum em razão da súmula nº 556 do Superior Tribunal Federal, que determina: “É competente a Justiça Comum para julgar as causas em que é parte sociedade de economia mista.”⁸

Adiante, argumentou pela inaplicabilidade de cláusula compromissória de arbitragem prevista no estatuto social da companhia ré. Fundamentou sua posição com a exposição de doutrina e dispositivos que demonstram a inafastabilidade da jurisdição estatal. Afirmou, em síntese, que o juízo arbitral só é competente quando há a expressa manifestação da parte, o que não seria o caso, posto que os acionistas representados pela associação jamais teriam anuído com a renúncia à jurisdição. Conclui seu argumento ao colacionar jurisprudência, reforçando a posição adotada.⁹

Ainda sobre a cláusula arbitral, a associação autora sustentou a nulidade da convocação assemblear que modificou o estatuto da empresa para inclusão da cláusula arbitral. Afirmou-se que o edital não fazia menção à inclusão do compromisso arbitral.¹⁰ Finalizou, então, a questão da competência, ao sustentar pela adequabilidade do foro da cidade de São Paulo, em razão de que seria o local onde as ações foram adquiridas pelos investidores representados.¹¹

⁶ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 8 – 9.

⁷ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 10 – 11.

⁸ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 12 – 13.

⁹ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 14 – 17.

¹⁰ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 18 – 19.

¹¹ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 19 – 21.

A requerente, então, sucedeu com extensa argumentação a respeito da legitimidade de que a associação postulasse a demanda na tutela dos interesses individuais homogêneos de seus associados.¹²

No mérito, para conformação da responsabilização da sociedade anônima, a associação iniciou sua argumentação a respeito da prática de ato ilícito. Neste sentido, apontou que as operações fraudulentas e a divulgação de informações falsas amoldavam-se às previsões do artigo 1º, incisos I e III, da Lei 7.913 de 1986; restando inequívoca a prática de ação ilícita.¹³

Sobre o dano, afirmou que este seria decorrente da diminuição em quase 80% do valor das ações da companhia. Portanto, seria o prejuízo suportado pelos titulares de valores mobiliários da sociedade anônima que haviam depreciado em razão dos episódios de ilicitudes perpetrados pesa Petrobras.¹⁴

No que diz respeito ao nexo causal, explicou que este estaria consubstanciado em razão de que as práticas ilícitas da ré, sejam as operações fraudulentas ou a divulgação de informações falsas, teriam influenciado de maneira negativa a cotação das ações perante o mercado, produzindo a desvalorização dos ativos.¹⁵

Quanto à culpabilidade, a autora utilizou-se de diversos dispositivos da LSA para demonstrar que os administradores da ré teriam agido violando os deveres de: diligência, previsto ao artigo 153; lealdade, disposto artigo 155 *caput* e §1º; e de informar, descrito aos artigos 157 §4º e 176. Transgressões suficientes à demonstração de culpa.¹⁶

Em conclusão, ressaltou que a ré, em outros países, teria celebrado acordos milionários para o ressarcimento de investidores estrangeiros. De modo que, os acionistas brasileiros seriam duplamente prejudicados, caso não lhes fosse concedida a reparação; afinal, a sociedade anônima da qual possuem títulos permaneceria a empregar parcela de seu capital no ressarcimento de investidores cujos ordenamentos tutelassem seus direitos.¹⁷

¹² TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 22 – 36.

¹³ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 37 – 38.

¹⁴ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. p. 39.

¹⁵ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. p. 40.

¹⁶ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 41 – 43.

¹⁷ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 45 – 46.

Por fim, para o *quantum* a ser indenizado, a associação solicitou que ainda na fase de conhecimento, perícia técnica determinasse fórmula para que cada investidor se habilitasse e pleiteasse aquilo que lhe fosse devido.¹⁸

A Petrobras, então, optou por não contestar. Por sua vez, em 28/02/2018 moveu ação declaratória, para o reconhecimento da validade da referida cláusula arbitral cumulada com pedido de tutela provisória para suspensão da ação civil pública. Tratam-se dos autos nº 1016781-47.2018.8.26.0100, distribuídos por dependência junto à 6ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo.¹⁹

Tão logo, em 01/03/2018, foi dado provimento ao pedido de tutela provisória, e a decisão liminar suspendeu o trâmite da ação civil pública.²⁰

Em 04/07/2018, ambos os processos foram sentenciados. Foi conferido provimento à demanda da Petrobras, e declarada a validade da cláusula arbitral.²¹ Consequentemente, a ação civil pública foi julgada extinta sem julgamento do mérito.²²

A associação, então, interpôs recurso de apelação cível em ambos os processos. Atualmente, aguarda-se pelas decisões do Tribunal de Justiça de São Paulo para o deslinde da questão.

Causou perplexidade o tratamento diverso da Petrobras aos acionistas americanos, aos quais se concedeu indenizações mediante acordo no bojo de ação coletiva; e brasileiros, aos quais, de pronto, foi negada a perspectiva de tutela judicial. Tutela esta, que para ser alcançada ainda depende da apreciação de recurso.

2.3. DA NECESSIDADE DO ACESSO À JUSTIÇA

¹⁸ TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. p. 47.

¹⁹ TRIBUNAL DE JUSTIÇA DE SÃO PAULO. Autos nº 1016781-47.2018.8.26.0100. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/esaj/portal.do?servico=190090>. Acesso em 07/11/2018.

²⁰ TJSP. Autos nº 1016781-47.2018.8.26.0100. ps. 85 – 86.

²¹ TJSP. Autos nº 1016781-47.2018.8.26.0100. ps. 308 – 314.

²² TJSP. Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100. ps. 4063 – 4068.

Verifica-se no caso da Ação Civil Pública ajuizada em São Paulo que a análise de mérito pela Justiça foi obstada em razão de cláusula arbitral contida no estatuto da sociedade anônima ré, que vincula eventuais litígios de acionistas à jurisdição privada.

Embora esta situação esteja de acordo com a legislação societária, conforme exceção disposta do artigo 109 §3º ou previsão do artigo 136-A da Lei das Sociedades por Ações²³, a validade deste compromisso arbitral é bastante questionada pela doutrina especializada. Afinal, o próprio instituto da arbitragem exige vontade expressa do sujeito submetido à jurisdição privada, o que não ocorre quando da inserção de cláusula arbitral no estatuto social de determinada companhia, que se dá por meio de deliberação da assembleia geral; o que nem sempre envolve todos seus acionistas, sobretudo, os minoritários, investidores de mercado.²⁴

Modesto Carvalhosa, é enfático em ao afirmar que a legislação societária não pode afastar o direito de acionistas recorrerem à justiça para tutelar seus interesses, e argumenta pela eficácia do §2º do artigo 109 da LSA, bem como da própria Lei da arbitragem.

De qualquer forma, o estatuto não pode privar os acionistas do direito que lhes é constitucionalmente assegurado (art. 5º XXXV, da Constituição Federal) e reafirmado como direito essencial no próprio art. 109 da Lei n. 6.404/76, cujo §2º dispõe que os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia geral.[...]

Somente para aqueles acionistas que se vincularam expressamente a tal supressão, nos diversos momentos de existência da sociedade, é o juízo arbitral oponível. Não se impõe, portanto, *erga omnes*, a cláusula estatutária

²³ Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

I - participar dos lucros sociais;

II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.

Art. 136-A. A aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, observado o quorum do art. 136, obriga a todos os acionistas, assegurado ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 45.

²⁴ PIMENTA, Guilherme. **Juristas divergem sobre constitucionalidade de arbitragem prevista na lei das S.A.** JOTA. Publicado em 25/04/2018. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/juristas-constitucionalidade-arbitragem-lei-s-a-25042018>. Acesso em 19/11/2018.

instituidora da arbitragem. Ela não vincula os acionistas que não tenham inequívoca, livre e expressamente contratado a referida cláusula ou a ela expressamente aderido nos termos do §2º do art. 4º da Lei n. 9.307/96 [...]²⁵

Em termos práticos, a disposição estatutária de cláusula arbitral se mostra como um óbice à efetivação dos direitos de investidores. Os altos custos para mover um processo arbitral e o grau de especialização deste tipo de procedimento acabam por afastar a possibilidade de que investidores ordinários pleiteiem judicialmente aquilo que lhes seria justo.

Ademais, há de se acrescentar que o posicionamento do Poder Judiciário com relação à tutela de direitos de investidores é fator bastante relevante, estimulante ou desestimulante, para o comportamento de agentes econômicos no tocante à alocação de suas aplicações e a capacidade de que grandes negócios nacionais captem recursos junto ao público.

Por fim, há a latente falta de tratamento isonômico dispensado aos investidores de ações no Brasil, se considerados os sistemas de proteção dos interesses de investidores em outros países. Frise-se, por exemplo, que a probabilidade elevada de que a Petrobras viesse a ser condenada pela Justiça americana, levou a companhia a propor acordo; por sua vez, no Brasil, mesmo diante das flagrantes práticas ilícitas e dos danos causados aos acionistas, a sociedade anônima não mede esforços em evitar ser responsabilizada.

Isto motivou uma investigação de outras decisões de casos similares que bem contribuem para diagnosticar o atual panorama jurisprudencial nacional nesta questão, bem como delinear a plausibilidade deste tipo de demanda junto à doutrina brasileira.

²⁵ CARVALHOSA, Modesto; Et al. **A nova Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002. ps. 189 – 190.

3. MIN NANKEUNG CONTRA BANCO PANAMERICANO

3.1. RELATO DA AÇÃO

Em novembro de 2013 o investidor Min Nankeung, pessoa física, ingressou com ação declaratória contra o Banco Panamericano S.A., companhia de capital aberto, visando o reconhecimento de práticas ilícitas e dolosas, e consequentemente, pleiteando reparação por danos materiais, morais e lucros cessantes devido à depreciação do valor de suas ações. Ajuizada no Tribunal de Justiça de São Paulo, a demanda foi originalmente distribuída à 21ª Vara Cível da Comarca de São Paulo pelo número 1089065-29.2013.8.26.0100.²⁶

Em sua narrativa fática, o requerente descreveu que a requerida era sociedade anônima de capital aberto cujas ações são comercializadas na bolsa de valores brasileira, e que, portanto, a companhia estaria vinculada às regras disciplinadas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Dentre as múltiplas normas estipuladas pela CVM que regulam o funcionamento do mercado mobiliário, o investidor fez especial menção à Deliberação nº 539/2008, onde estaria descrito o dever de que a companhia forneça ao público informações contábeis e financeiras úteis, suficientes e precisas para a tomada de decisões dos agentes econômicos, em especial investidores de ações.²⁷

O autor afirmou que havia adquirido títulos BPNM4, papéis preferencias da companhia ré, em razão dos positivos demonstrativos financeiros e da promissora expectativa de crescimento e lucro calculados e divulgados pela própria companhia emissora. Fundamentou suas alegações ao juntar aos autos diversos documentos e gráficos disponibilizados à época dos fatos.

Prosseguiu de modo a solidificar o argumento de que a compra de 69000 ações, pelo preço aproximado de R\$7,40 cada, isto é, a tomada de decisão racional para investir seus

²⁶ TRIBUNAL DE JUSTIÇA DE SÃO PAULO. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 1 – 2. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/esaj/portal.do?servico=190090>. Acesso em 21/10/2018.

²⁷ Com relação a Deliberação da CVM nº 539 de 2008, invocada pelo Requerente em sua peça Inicial, relevante destacar que na época da propositura da Ação, em 2013, já havia sido revogada pela Deliberação 675 de 2011. Não obstante, a normativa mais recente dispõe sobre o mesmo tema, tal seja a divulgação ao público de informações contábeis e financeiras da sociedade anônima de capital aberto.

recursos na compra desta quantidade de papéis, por este valor, teria se dado tomando em consideração exclusivamente a análise das informações financeiras e contábeis divulgadas ao público, e, evidentemente, assumidas como verdadeiras.²⁸

Adiante, narrou que no mesmo dia em que adquiriu as ações, às 18:05, logo após o fechamento do horário de comercialização de ativos mobiliários, o Banco Panamericano publicou em sua página oficial nota de “Fato Relevante”. Tratava-se de comunicação informando que o acionista controlador da sociedade, o Grupo Silvio Santos, em razão de termo de compromisso assinado com o Banco Central, teria depositado em favor da companhia 2,5 bilhões de reais com o objetivo de reestabelecer o equilíbrio contábil e financeiro da sociedade anônima.²⁹

O autor explicou que o depósito operado ocorreu em razão de fraude, já que o banco vinha concedendo empréstimos e financiamentos sem, contudo, debitar de seus ativos financeiros os valores dispensados. Tudo de maneira a criar situação contábil artificial que conferia à companhia a aparência de negócio próspero e potencializava ainda mais sua capacidade de captação de clientes e recursos. Relatou, também, que o esquema proporcionava aos dirigentes da sociedade vultuosos bônus e gratificações. Sustentando ambas alegações com base em provas produzidas e reconhecidas pela Justiça através de decisão em ação penal promovida pelo Ministério Público Federal para elucidação do episódio.³⁰

O requerente, então, concluiu a exposição de fatos argumentando que, em decorrência dos ilícitos praticados pelo Banco Panamericano, notoriamente a divulgação de balanços contábeis falsos, as ações desta companhia teriam se depreciado para além de fatores normais de oscilação de mercado. Razão pela qual o autor sustentou seu direito ao ressarcimento pelos prejuízos suportados, isto é, a desvalorização de seus papéis, vendidos em média por R\$5,06 cada, valor expressivamente inferior ao preço de negociação pelo qual os adquiriu inicialmente.³¹

Quanto aos fundamentos jurídicos de sua peça, o requerente iniciou com tópico destinado a afastar o fator de aleatoriedade do mercado das razões pelas quais as ações teriam

²⁸ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 3 – 4.

²⁹ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 6 – 8.

³⁰ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 9 – 11.

³¹ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. p. 5. e p. 13.

depreciado em valor. Em síntese, novamente, seguiu com argumento de que a desvalorização dos títulos do Banco Panamericano teria se dado como consequência direta da revelação de fraude nas demonstrações contábeis da sociedade e da divulgação ao público de operações fraudulentas. Ademais, o Autor reforçou seu ponto ao demonstrar que a súbita queda do valor das ações teria ocorrido logo após as declarações de admissão de práticas ilícitas pela companhia requerida. Por fim, também juntou aos autos precedente de caso similar. Trata-se de Acórdão que descreve decisão parcialmente favorável ao direito de ressarcimento de um outro investidor, que, em razão da depreciação das ações do Banco Panamericano como consequência do mesmo episódio de prática de atos ilícitos, teria logrado êxito em seu pleito indenizatório.³²

No item seguinte, o Autor argumenta que para além da prática de ato ilícito a Ré teria, também, incorrido em violação do princípio da boa-fé. Colacionou doutrina sobre o tema, e desenvolveu o raciocínio de que em decorrência da existência de dever da sociedade anônima com seus acionistas, essa possuía a obrigação de produzir demonstrativos contábeis verídicos. Portanto, sustentou que a fraude, isto é, a omissão dolosa do dever de prestação de informações verdadeiras, implicou em transgressão do princípio da boa-fé, necessário às relações jurídicas e imposto pelas normas do mercado mobiliário.³³

Adiante, em tópico dedicado a fundamentar o direito pertinente à pretensão de ressarcimento por lucros cessantes, há extensa explicação do instituto acompanhada de trechos de doutrinadores e menções ao direito estrangeiro. O autor procurou legitimar sua pretensão ao construir a narrativa argumentando que, com base nos demonstrativos publicados pela ré, haveria uma justa expectativa de que o preço de comercialização das ações continuasse a subir, aumentando o valor do patrimônio investido nesses papéis.³⁴

Superadas as questões circunstanciais, o requerente adentrou mais especificamente na fundamentação necessária para a configuração da imposição do dever de indenizar. No intuito de consolidar a tese da prática de ato ilícito pela requerida, aplicou esforços em apontar violação

³² TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 14 – 22.

³³ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 23 – 27.

³⁴ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 27 – 34.

dos Artigos 3º, 4º, 6º, 9º e 10º da Lei nº 7.492 de 1986, que dispõe sobre crimes contra o Sistema Financeiro Nacional.^{35 36}

Finalmente, o demandante elaborou tópico dedicado à responsabilidade civil. Entretanto, limitou-se em colacionar fragmentos de doutrina e enfatizar a ilicitude da prática da ré em divulgar informações contábeis e financeiras falsas. Não se observou maiores esforços do autor em fazer subsumir os fenômenos narrados aos demais elementos necessários para consubstanciar efetivamente a responsabilização patrimonial da companhia Requerida.³⁷

Em conclusão do capítulo de fundamentação jurídica, o autor procedeu com diversas citações doutrinárias sobre o tema de danos morais. Feito isso, em argumentação enxuta, justificou sua pretensão à indenização por danos extrapatrimoniais a partir da necessidade de punir pecuniariamente a ré de maneira a desestimular a repetição da prática ilícitos.³⁸

Finalizou a peça com a organização dos pedidos. Para além das solicitações tradicionais, como o recebimento e o processamento da peça, citação da parte contrária, produção de provas e a imposição de que a ré arcasse com os ônus processuais e sucumbência, o autor pleiteou o reconhecimento da prática ilícita e dolosa por parte da empresa requerida, e sua consequente condenação ao ressarcimento dos danos.

Após, foram formulados três requerimentos. Um para que a ré indenizasse o autor pela diferença entre o valor mais alto das ações e o preço pelo qual os 69000 papéis foram vendidos; outro para que a demandada compensasse o demandante a título de lucros cessantes, tendo como base a potencialidade especulada aos ativos na época; e por fim, que o juízo arbitrasse condenação da ré ao pagamento de danos morais.³⁹

Em sua peça de contestação a ré iniciou com a formulação de defesa processual. Pleiteou a extinção do processo sem resolução do mérito, apresentando diversos excertos doutrinários argumentando pela descaracterização do autor como mero investidor e

³⁵ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 34 – 36.

³⁶ A alegação de violação dos Artigos da Lei 7.492/1986 se deu exclusivamente em razão de a sociedade anônima Ré ser um banco, e, portanto, uma instituição financeira, submetida a essas normas em especial. Deste modo, a utilização, da infringência dos dispositivos citados no trecho, como fundamento para configuração da prática de ato ilícito específico, não serve à generalidade de casos em que investidores pleiteiem ressarcimento. Afinal, por vezes, a sociedade anônima processada não será uma instituição financeiras regulada por estas regras.

³⁷ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 36 – 38.

³⁸ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 38 – 41.

³⁹ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 41 – 44.

aproximando-o da figura de sócio da requerida. Desenvolveu o argumento de que configurada a relação jurídica de sócio e sociedade seria necessária a aplicação da Lei 6.404 de 1976 aos conflitos entre estes. Prosseguiu de maneira a sustentar sua ilegitimidade passiva junto ao polo passivo da demanda. Afinal, por força do dispositivo Artigo 159 da Lei suscitada, argumentando que somente seria cabível ao caso ação social - espécie pela qual acionistas propõem demanda de responsabilização em face dos administradores da companhia - e não contra a própria sociedade anônima. Razão pela qual a sujeição passiva da requerida estaria equivocada.⁴⁰

Quanto ao mérito, a requerida narrou a natureza própria do mercado mobiliário, afirmando que os riscos são inerentes à modalidade do ramo. Ademais, em defesa mais precisa quanto dos eventos ocorridos, argumentou que qualquer companhia está suscetível à má administração, variações econômicas e até mesmo falhas humanas ou de sistemas internos de controle; procurando afastar a responsabilidade da pessoa jurídica dos atos dos administradores responsáveis pelos atos ilícitos. Adiante, reforçou sua tese ao colocar a sociedade anônima como vítima dos atos praticados pelos seus administradores, fundamentando suas alegações ao juntar diversos trechos da ação penal trazida pelo autor. Concluiu afirmando que a divulgação de demonstrativos contábeis fraudados não se tratava de uma posição institucional, e que a companhia não poderia ser duplamente prejudicada pela prática de tais atos; isto é, arcar com os danos já causados, e ainda ser responsabilizada patrimonialmente para que indenizasse terceiros.⁴¹

A requerida então finalizou sua peça defensiva ao impugnar cada um dos pleitos indenizatórios formulados pelo requerente. Assim, quanto aos danos materiais, insistiu na inexistência de nexo causal entre atos da companhia e a desvalorização patrimonial suportada pelo autor. Sugeriu, caso condenada, fórmula de aferimento do montante a ser indenizado diversa da proposta trazida à exordial. Quanto ao requerimento de lucros cessantes a Ré defendeu-se ao afirmar que não se tratavam de ganhos efetivamente perdidos pelo autor, mas sim de hipótese de obtenção de lucros. Por fim, impugnou o frágil pedido de condenação em

⁴⁰ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 106 – 113.

⁴¹ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 114 – 121.

danos morais, afirmando que o rompimento de mera expectativa de mercado não geraria pretensão de indenização moral, sobretudo a um investidor habitual como o Requerente.⁴²

Na sentença, o juiz Márcio Teixeira Laranjo relatou o processo e decidiu sobre as questões preliminares levantadas como defesa processual pela requerida. Repeliu o argumento de que a sujeição passiva da sociedade anônima seria ilegítima ao afirmar que a questão, em realidade, tratava-se de controvérsia pertinente ao mérito.⁴³

Se tais teses merecem ou não o acolhimento do juízo, trata-se de análise do mérito da ação, devendo ser superada, assim, a ilegitimidade passiva da sociedade anônima deduzida na contestação.^{44 45}

O magistrado, então, decidiu pela improcedência da demanda. Acolheu o argumento trazido pela defesa de que, em razão da previsão do Artigo 159 §7º da Lei das Sociedades Anônimas, não subsistiria pretensão do acionista contra a companhia, mas sim, contra os administradores responsáveis pela prática do ato ilícito.

Prosseguiu afirmando que o prejuízo suportado pelo investidor é consequência indireta da atuação dolosa dos gestores, e concluiu que responsabilizar a sociedade anônima também acarretaria em produzir danos para outros acionistas, que se encontravam na mesma posição de lesão patrimonial.

Finalizou a curta sentença ao afirmar que em razão da legislação sequer prever ação, de acionista, em benefício próprio, contra administrador, aquele que efetivamente pratica ato ilícito, seria insustentável atribuir responsabilidade à companhia, vítima direta dos danos decorrentes das fraudes perpetuadas.⁴⁶

Os atos de gestão do administrador tendentes a causar danos sociais podem fundamentar a responsabilidade interna do primeiro perante a companhia ou a ação social. Tais danos sociais tendem a indiretamente causar prejuízos

⁴² TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 122 – 125.

⁴³ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 219 – 221.

⁴⁴ Embora o termo “ilegitimidade passiva” remeta à questão de ordem processual, entende-se como acertado o posicionamento do juiz. Explica-se. O que se discute não é a carência de condição da ação, mas sim qual deve ser o sistema normativo a ser aplicado ao caso.

⁴⁵ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. p. 221.

⁴⁶ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 221 – 224.

indiretos ao acionista, como no caso em comento, hipótese na qual não tem o último a ação contra a sociedade anônima, igualmente lesada pela administração irregular, sob pena de impor à companhia duplo prejuízo, isto é, além dos danos sentidos em decorrência da má gestão, também o dever de indenizar os acionistas pelo dano indireto.⁴⁷

Diante do resultado, o investidor apelou da decisão. O recurso foi distribuído à 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo, com a relatoria do processo designada ao desembargador Ramon Mateo Júnior.

No acórdão o deslinde processual foi brevemente exposto pelo relator. Novamente foram afastadas as defesas processuais invocadas pela sociedade anônima, e embora o apelante tenha se limitado a repetir os argumentos de sua inicial e não especificamente atacar a sentença, o magistrado conheceu do recurso.⁴⁸

No mérito, o relator entendeu correta a posição do juízo de primeira instância, e reafirmou pela necessidade de que a relação jurídica das partes fosse regrada pelas normas da Lei das Sociedades Anônimas. Na interpretação do desembargador, as normas societárias impõem que, em litígios entre acionistas e companhia, seria cabível apenas a ação social *ut universi*, prevista ao artigo 159, *caput*, ou, excepcionalmente, a ação *ut singuli*, descrita no parágrafo 7º do mesmo dispositivo.

Ademais, acrescentou que inobstante a modalidade da ação, a reparação do dano se daria em favor da sociedade anônima, e não ao acionista postulante. Por estes termos, reafirmou que a demanda do apelante seria improcedente, e negou provimento ao recurso. Decisão acompanhada por seus pares, e, portanto, unânime.⁴⁹

Diante do acórdão desfavorável, o autor interpôs recursos às instâncias superiores. Contudo, tanto seu recurso especial como seu recurso extraordinário não foram admitidos pela presidência do Tribunal de Justiça de São Paulo.⁵⁰

O investidor insistiu então, e apresentou agravo de instrumento às cortes superiores para ambos os casos. No Superior Tribunal de Justiça, os autos tramitaram sob número

⁴⁷ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. p. 222.

⁴⁸ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 311 – 313.

⁴⁹ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 314 – 317.

⁵⁰ TJSP. Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100. ps. 318 – 319.

966.653/SP; enquanto no Supremo Tribunal Federal, o processo foi designado pela numeração 1.042.407/SP.

Não obstante os esforços, nenhum dos recursos foi conhecido. Por fim, o acionista interpõe agravo interno de ambas as decisões monocráticas, também sem sucesso. Mantido, portanto, o entendimento quanto da improcedência da ação.^{51 52}

3.2. DELIMITAÇÃO DA CONTROVÉRSIA

Nesta ação verifica-se que o debate judicial, tanto na primeira como na segunda instância, teve como objeto a discussão acerca do cabimento da ação de ressarcimento de danos. Isto é, demanda movida por investidor em benefício próprio, em face de sociedade anônima cujas práticas ilícitas tenham acarreta na depreciação de seus valores mobiliários.

Prevaleceu o entendimento de que seria inadequado que acionista postulasse direito à reparação pessoal, diretamente contra a pessoa jurídica, quando a legislação faz previsão do cabimento de ação social. Assim, negou-se provimento à pretensão do investidor sob a justificativa de que, somente seria admissível ao caso, a ação nos moldes descritos pelo artigo 159 §7º da Lei 6.404 de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas – LSA.

Pensa-se, entretanto, que o posicionamento judicial esposado, tal seja pelo afastamento da possibilidade de que acionista ingresse com demanda indenizatória, é incorreto. Sobretudo tomada em conta sua equivocada fundamentação, que interpreta o artigo 159 da LSA ao arrepio da doutrina especializada.⁵³

⁵¹ SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. **Agravo em Recurso Especial nº 966.653 – SP.** Ministro Presidente Francisco Falcão. Voto publicado em 10/08/2016. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea>

⁵² SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. **Recurso Extraordinário com Agravo nº 1.042.407 – SP.** Ministro Relator Gilmar Mendes. Voto publicado em 27/04/2017. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos>.

⁵³ Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.
§ 1º A deliberação poderá ser tomada em assembleia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembleia-geral extraordinária.
§ 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembleia.

A seguir, portanto, argumentar-se-á pelo cabimento da ação de investidor nos moldes descritos. Para tanto, inicialmente, será analisado o instituto da ação social, de modo a identificar sua finalidade e o bem jurídico que este instrumento pretende tutelar. Na sequência, estes resultados serão contrapostos aos fundamentos da decisão, a fim de se sustentar a possibilidade da pretensão pessoal sustentada pelos acionistas.

3.3. DA POSSIBILIDADE DE AÇÃO DE INDENIZAÇÃO POR INVEIDOR

A ação social é o instrumento do qual as sociedades anônimas dispõem para responsabilizar seus próprios diretores, quando estes, ainda que dentro de suas funções, tenham violado, com culpa, a dever estatutário ou à Lei. Legitima-se que a companhia, então, demande judicialmente contra sua administração o ressarcimento por prejuízos suportados. Trata-se, portanto, de mecanismo que autoriza a pessoa jurídica a agir em face de seus próprios órgãos em busca de reparação patrimonial.⁵⁴

A utilização deste expediente compete à deliberação de assembleia geral, ordinária ou extraordinária, tal como previsto ao artigo 159, *caput* e §1º da LSA. Se proposta através deste rito, a ação social será classificada como *ut universi*. Ainda, nesta modalidade, a legislação societária, ao artigo 159 §2º, prevê a necessidade de impedimento dos administradores contra os quais será movida a demanda judicial, afastando-os de suas funções dentro da companhia em razão da quebra de confiança. Determina-se, também, que estes sejam substituídos no mesmo ato que dá origem ao procedimento.⁵⁵

§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia-geral.

§ 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

§ 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

§ 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.

⁵⁴ BULGARELI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. 12 ed. São Paulo: Atlas, 2000. ps. 187 - 188

⁵⁵ EIZERIK, Nelson. Et al. **Mercado de capitais – regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. ps. 485 – 488.

Caso a assembleia geral decida pela negativa da propositura da demanda em face da administração, a LSA confere legitimidade para que acionistas minoritários promovam a ação social; que neste caso será denominada de *ut singuli*. Contudo, há de enfatizar que, embora a demanda seja movida por particulares e não pela pessoa jurídica, estes atuam tão somente como substitutos processuais da companhia, sub-rogando-se em sua posição processual. Ademais, por força do artigo 159, §5º, resta positivado que qualquer proveito econômico obtido será revertido em favor da sociedade anônima, indenizando os promoventes tão somente no limite de suas despesas relativas à promoção da ação.⁵⁶

Professor Fábio Ulhoa Coelho é preciso em descrever as ações sociais *ut singuli*. Explica que são duas as hipóteses em que acionistas poderão substituir a sociedade anônima, e interpor a demanda indenizatória em favor dos interesses desta. A primeira, prevista ao artigo 159 §3º da LSA, é conhecida como *substituição derivada*. Neste caso, o dispositivo confere a qualquer titular de ações capacidade de acionar o Poder Judiciário, caso a assembleia geral tenha deliberado por propor a ação, contudo tenha se mantido inerte por mais de três meses, contados a partir da data em se decidiu fazê-lo. A segunda modalidade, é aquela prevista ao artigo 159 §4º da legislação societária, nomeada como *substituição originária*. Conforme a disposição legal, trata-se da possibilidade de que, imediatamente após a negativa da assembleia geral em tomar providências judiciais contra seus administradores, acionistas que detenham o correspondente a no mínimo 5% do capital social da empresa sejam legitimados a propor a ação social em substituição à pessoa jurídica.⁵⁷

Pois bem, delineados os procedimentos e as modalidades das ações sociais, faz-se possível proceder com uma primeira reflexão, para que, posteriormente, suas conclusões sejam contrapostas ao posicionamento judicial apresentado no subcapítulo anterior.

Entende-se, a partir da exegese da legislação societária realizada pela doutrina especializada, que, a ação social, prevista ao dispositivo 159 e §§, poderá ser movida, em um primeiro momento, ou por deliberação da assembleia geral, ou por acionista minoritário titular de ao menos 5% do capital social da companhia. Ademais, infere-se que apenas quando a assembleia geral decidir sobre a propositura de ação social, na inércia de atuação do órgão

⁵⁶ EIZERIK, Nelson. Et al. **Op. cit.** ps. 488 – 491.

⁵⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial, direito de empresa**. Volume 2. 20ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. p. 263.

competente, é que, em um segundo momento, caberá a qualquer acionista propor a ação social para responsabilização da administração.

Diante do exposto, têm-se que a propositura da ação social não é um instrumento disponível, como faculdade individual, de todo acionista. Afinal, exige-se ou a deliberação assemblear ou a titularidade de quantia substancial das ações de uma sociedade anônima para que essa seja demandada. Neste sentido, considerando que nem todo o investidor é capaz de postular ação social, é ilógica a decisão judicial que afasta a possibilidade de investidor pleitear reparação sob o pretexto de que este deveria ajuizar outra espécie de ação, que sequer é legitimado para propor.

Inclusive, o entendimento judicial, anteriormente esposado, expõe margem para que se argumente por sua inconstitucionalidade. Conforme leciona Uadi Lammêgo Bulos, a Constituição Federal em seu artigo 5º, Inciso XXXV, garante que todos devem possuir acesso à Justiça para a tutela de seus direitos, sobretudo na defesa de seu patrimônio ou acusação penal. Destarte, ainda que se diga que no caso concreto avaliado houve juízo de mérito quanto ao direito, minuciosa avaliação do julgado verificará que as razões da jurisdição se limitaram a negar o cabimento da ação do investidor, subtraindo-lhe do direito fundamental de possuir sua reivindicação reparatoria efetivamente analisada pela atividade jurisdicional.⁵⁸

Outro aspecto da decisão que se mostra passível de crítica é sua fundamentação legal. Sustentou-se o não cabimento de ação ordinária de reparação movida pelo investidor a partir do artigo 159 §7º, que, referindo-se as ações sociais, expressamente dispõe “*A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador*”. Conforme se verificou no conjunto das peças decisórias, sobretudo no acórdão do caso concreto avaliado, foi afastado o cabimento da ação de reparação movido por acionista em benefício próprio, ao se afirmar que o referido dispositivo da LSA impunha a necessidade de que o investidor movesse ação social, e em favor da sociedade anônima.

Há de se afirmar que a legislação societária não faz vedação alguma à capacidade de que investidor mova ação em benefício pessoal, inclusive “*não exclui*” direito, nos termos do próprio artigo 159 §7º. O que ocorre com a previsão das ações sociais, nos §§ 1º, 3º e 4º, é a autorização legal, que legitima a sociedade anônima ou seus acionistas, atribuindo-lhes

⁵⁸ BULOS, Uadi Lammêgo. **Constituição Federal anotada**. 10ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012. ps. 203 – 205

capacidade para demandar reparação por danos contra à administração da própria companhia. Trata-se de ações que miram a tutela de bens jurídicos diversos, isto é, uma tem como objeto os interesses patrimoniais particulares do acionista, outra os interesses diretos da companhia:

A ação social, seja intentada diretamente pela companhia, seja substitutivamente pelos acionistas, visa reestabelecer o equilíbrio interno da pessoa jurídica, colhendo esta os benefícios do processo e as respectivas reparações.⁵⁹

O entendimento judicial aplicado sobre o parágrafo 7º do artigo 159 da Lei das Sociedades Anônimas foi notoriamente inverso à interpretação conferida pela doutrina especializada. Professor Modesto Carvalhosa, por exemplo, faz menção expressa à possibilidade de que o acionista, em interesse pessoal, mova ação com a finalidade restaurar seu patrimônio, eventualmente lesado:

Além das ações sociais *ut universi* e *ut singuli*, prevê a nossa lei a ação individual. Visa ela a reparar toda a lesão de direito próprio do acionista ou de terceiro, causada por ato imputável aos administradores. Ao propor a ação individual, o acionista tem em vista o seu próprio interesse, embora o resultado do seu procedimento judicial possa coincidir com os interesses de outros acionistas. Nesta ação, a pretensão, embora, pautada no interesse social, é estranha aos da coletividade societária. Com a medida, o acionista não pretende reestabelecer a ordem geral da companhia, mas tão somente a restauração de direitos pessoais. Não obstante fundada na reparação de uma lesão ou de prejuízo particular, pode a ação interessar a mais de um acionista ou a todos de uma mesma classe. Esse interesse, no entanto, será individual, não se confundindo com interesses coletivos propriamente ditos.⁶⁰

Em publicação recente o mesmo jurista vai além. Faz expressa defesa do cabimento de ação movida por investidor, nos mesmos moldes do caso concreto avaliado. Isto é, sustenta que, nos casos em que tenha ocorrido a depreciação do valor de ações como consequência da prática de atos ilícitos da companhia, deva a sociedade anônima estar sujeita à ação de responsabilização movida por investidores:

⁵⁹ CARVALHOSA, Modesto; LATORRCA Nilton. **Comentários à Lei de Sociedades anônimas**. Volume 3. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998. p.328

⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto; LATORRCA Nilton. **Op. cit.** ps. 337 – 338.

A possibilidade de propositura pelo investidor de mercado de ação de responsabilidade contra a companhia pelos atos danosos de seus administradores é um princípio geral consolidada em nosso Direito. [...]

Desse modo aplicam-se à responsabilidade da companhia por danos causados aos investidores de mercado as regras de Direito Civil, notadamente o princípio da reparação integral de todos os danos. [...]

Não resta dúvida de que os investidores de mercado são parte legítima para propor ação individual visando a reconhecer direito próprio à indenização dos prejuízos causados pela companhia em decorrência de informação não fidedigna.⁶¹

Ademais, têm-se a literalidade dos artigos 1º e 2º da Lei 7.913/1989,⁶² que embora destinada a permitir a atuação do Ministério Público na tutela de interesses de investidores no mercado acionário, é expressa ao ressaltar o cabimento de ação individual de ressarcimento de danos causados ao titular de valores mobiliários lesado pela prática de fraude ou divulgação de informações falsas. Como bem ressalva o Ministro Teori Albino Zavascki: “*O ajuizamento da ação coletiva não impede que o próprio lesado proponha ação individual com idêntica finalidade, conforme admite, expressamente, o art. 1º da Lei n. 7.913, de 1989.*”.⁶³

Corroborando com esta conceituação Waldirio Bulgareli, que é enfático em afirmar pela distinção entre o capital social, de titularidade dos acionistas, e o patrimônio de determinada

⁶¹ CARVALHOSA, Modesto. **A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia?**. Publicado em 12/03/2017. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/antitese/a-legislacao-brasileira-permite-que-um-acionista-seja-individualmente-indenizado-pela-companhia/#.W-pHt5NKgcg>

⁶² Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: I — operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa. Art. 2º As importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo.

⁶³ ZAVASCKI, Teori Albino. **Tutela jurisdicional dos acionistas e investidores do mercado de valores mobiliários**. Cadernos do Conselho de Justiça Federal vol. 15. p. 6. Disponível em: www.cjf.gov.br

companhia. De modo que resta imprescindível a tutela específica de direitos de investidores, em detrimento das ações sociais, posto que se tratam de interesses diversos:

Não há assim que se confundir capital social com patrimônio da companhia. Este é o conjunto de bens, direitos e obrigações (bruto) ou de bens e direitos menos as obrigações (líquido) é essencialmente variável, sofrendo as mutações próprias da vida empresarial, nem sempre correspondendo ao capital social.⁶⁴

Posição também adotada por Nelson Eizerik, que dedica capítulo de sua obra exclusivamente à análise do tema da *ação individual*, prevista ao artigo 159 §7º da Lei das Sociedades Anônimas. O professor e advogado descreve que este tipo de ação de responsabilização possui propósito diverso do das ações sociais. É previsto, justamente, para a finalidade de tutelar o interesse de acionista ou terceiro, lesado em razão da prática de atos ilegais pela administração da sociedade anônima.⁶⁵

Assim, as ações sociais visam a reparar danos causados à companhia, enquanto que as individuais têm por objetivo o ressarcimento a terceiros e acionistas, que, nesta condição, foram diretamente prejudicados.

O §7º do artigo 159 da Lei das Sociedades Anônimas trata da ação de reparação civil proposta por acionistas ou terceiros, que sofreram prejuízos diretos pessoais ou particulares causados por atos ilícitos ou ilegais imputáveis aos administradores. A ação é chamada de individual não está relacionado a danos causados à sociedade, mas a eles próprios.⁶⁶

No mesmo sentido, o cabimento da tutela judicial de interesses diversos, sejam societários ou individuais, também serve à finalidade de pacificar conflitos sociais característicos das sociedades acionárias. Nesta perspectiva, Ana Frazão destaca haver dissociação entre a titularidade do capital social e o poder de controle de uma companhia.

O conflito natural entre o controlador e as minorias acentuou-se ainda mais com outra característica que marcou a evolução das sociedades anônimas: a

⁶⁴ BULGARELLI, Waldirio. **Op. cit.** p. 95.

⁶⁵ EIZERIK, Nelson. Et al. **Op. cit.** ps. 499 – 505.

⁶⁶ **Ibidem.** ps. 499 – 500.

dissociação entre a propriedade e o controle, ou seja, a separação entre a titularidade do capital social “ou participação societária” e a efetiva gestão da empresa.⁶⁷

Esta separação, como não poderia deixar de ser, resulta na existência de núcleos de interesses distintos dentro da mesma organização empresarial. De um lado tem-se a questão patrimonial dos acionistas, proprietários de quotas do capital social; e de outro a própria estrutura societária da companhia, que visa sua manutenção e cumprir seus objetivos comerciais.

Conforme Fábio Konder Comparato, não há correspondência entre o capital social, isto é, os valores mobiliários de uma sociedade anônima, e sua efetiva gestão e interesses patrimoniais próprios à empresa.⁶⁸ Justifica-se, assim, a necessidade de que o ordenamento ampare pretensões de naturezas diversas.

Por fim, confirmada a possibilidade jurídica de que investidor promova ação em benefício particular, relevante consolidar a possibilidade da sujeição passiva da própria sociedade anônima nestas espécies de ação reparatória.

Em parecer dedicado à análise específica do direito de ação individual de investidores prejudicados pela desvalorização de ativos mobiliários, Arnold Wald é categórico em afirmar pela responsabilidade da pessoa jurídica. Conclui que a administração apenas *presenta* a companhia, valendo-se do conceito de Pontes de Miranda para explicar que o órgão executivo de determinada sociedade anônima constitui seu sujeito.⁶⁹

Wald afirma que a sociedade anônima é sempre responsável por seus atos, quaisquer que sejam. O que ocorre em razão da previsão do artigo 158, incisos I e II⁷⁰, e do artigo 159 e

⁶⁷ FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 82.

⁶⁸ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1983. ps. 332 – 336.

⁶⁹ WALD, Arnold. Capítulo 3: Parecer. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**. 1ª ed. Quartier Latin, 2018. ps. 116 – 119.

⁷⁰ Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

§§, da LSA, é que a própria sociedade anônima poderá responsabilizar seus administradores quando estes agirem, com culpa ou dolo, ou em violação de lei ou estatuto, causando prejuízo.⁷¹

Contudo, não se trata de hipótese de isenção de responsabilidade da pessoa jurídica, mas sim de excepcional aplicação do regime de solidariedade entre a companhia e os administradores geradores do dano:

Consequentemente, no caso da consulta, a companhia é, em última análise, legalmente responsável, por atos danosos de seus administradores pois estes atuaram em seu nome e presumidamente de conformidade com a vontade socialmente aprovada, e em virtude de uma presunção *juris et de jure*.

A depender da atuação do administrador no caso concreto é que se extrairá a conclusão pela responsabilidade exclusiva da companhia – quando seus representantes tiverem praticado atos de gestão regulares, formal e materialmente – ou *solidaria*, nas situações em que os atos foram praticados em violação legal ou do estatuto, e, por conseguinte, dos próprios limites do objeto social perseguido pela companhia, que não podem ser contrários à lei, por expressa determinação do art. 2º da lei das S/A.

Por outro lado, a previsão do § 7º indica possibilidade de qualquer acionista ou terceiro que tenha sofrido prejuízos patrimoniais diretos em razão de atos do administrador, propor a mencionada ação.

Trata-se, destarte, da *ação individual*, em que o acionista pleiteia. Em nome próprio contra a companhia, um direito pessoal seu, que tenha sido diretamente violado por ação ou omissão do administrador, que pode ou não coincidir com os direitos de outros acionistas e ensejar ou não uma responsabilidade solidária do controlador.⁷²

O entendimento não poderia ser diverso. Afinal, ainda que a administração de determinada sociedade anônima seja, no plano fático, responsável pela prática do ato, esta é tão somente órgão da companhia, e portando, não é dotada de personalidade jurídica, e, por conseguinte, também não é passível de sujeição direta através de ação ordinária de responsabilização. Razão pela qual, assevera o professor Fábio Ulhoa Coelho que “*O titular de direitos e devedor de obrigações é sempre a sociedade anônima, e nunca seus órgãos.*”⁷³ De modo que resta inequívoco que o sujeito que responde juridicamente às demandas individuais é a própria sociedade anônima.

⁷¹ WALD, Arnold. **Op. cit.** ps. 121 – 123.

⁷² WALD, Arnold. **Op. cit.** ps. 124 – 125.

⁷³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso. Op. cit.** p. 202.

Diante de todo o exposto neste capítulo, refuta-se o entendimento adotado no processo relatado, tendo em vista que as ações sociais visam tutelar interesses próprios da estrutura da companhia contra seus dirigentes; e que, por sua vez, a ação individual, prevista no artigo 159 §7º da LSA ou na Lei 7.913/1989, tem como objetivo a satisfação de pretensões jurídicas exclusivas à dimensão patrimonial dos acionistas.

Conclui-se, assim, pelo cabimento da ação de interesse pessoal de investidor, em face de companhia emissora, cujas práticas tenham resultado na depreciação do valor nominal de seus títulos mobiliários.

4. INVESTIDOR A. A. de A. CONTRA BANCO PANAMERICANO

4.1. RELATO DA AÇÃO

Em 2010, o investidor A. A. de A. promoveu ação de responsabilização contra o Banco Panamericano S/A, com o objetivo de receber indenização em razão da desvalorização de seus ativos mobiliários. Argumentou-se que estes títulos depreciaram como consequência da prática de atos ilícitos pela companhia, em especial, a divulgação de demonstrativos contábeis falsos e a prática de fraude financeira. Descrevendo os mesmos eventos que levaram a propositura da ação narrada no capítulo anterior.

Ajuizada perante a Justiça paulista, a demanda foi distribuída e identificada pelo número 0209676-33.2010.8.26.0100. Inicialmente foi julgada improcedente, mas a sentença monocrática foi reformada por acórdão proferido pela 3ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo, que deu parcial provimento à apelação interposta deferindo o pedido de ressarcimento por danos materiais, contudo, mantendo o indeferimento dos requerimentos de danos morais e lucros cessantes.

Diante da decisão, os litigantes interpuseram recursos especiais. Em suas razões o investidor autor alegou violação aos artigos 402 e 927 do Código Civil, e requereu a condenação da sociedade anônima ré ao ressarcimento por lucros cessantes e danos morais. A companhia, por sua vez, argumentou violação à uma série de dispositivos cíveis, processuais e societários, de modo a fundamentar a tese de que condenação ao pagamento de indenização material imposta pela segunda instância da justiça paulista teria sido indevida, posto que a depreciação do valor das ações seria consequência do funcionamento normal do mercado de ações, de modo que a causa dos danos não poderia ser imputada à ré.

Embora inicialmente inadmitidos pela presidência do Tribunal de Justiça de São Paulo, ambos os recursos foram recebidos através de agravo de instrumento dirigidos ao Superior Tribunal de Justiça – STJ. Os autos, então, foram remetidos à corte superior sob a numeração

1.538.868 – SP (2015/0144846-3), e designados à relatoria do Ministro Paulo de Tarso Sansaverino.⁷⁴

Relatado o processo, o magistrado passou ao exame de mérito do recurso especial interposto pelo investidor. Restou justificado na decisão que não seria cabível à corte apreciar novamente o material fático, de modo que o entendimento do acórdão prolatado em segunda instância foi integralmente acolhido. Assim, foi determinado o improvimento do pedido de lucros cessantes por se entender que as perspectivas de ganho seriam decorrentes de mera expectativa, sobretudo se consideradas as características dos investimentos mobiliários. Ademais, quanto ao pleito de arbitramento de danos morais, restou consolidado o posicionamento de que as perdas no mercado de capitais seriam comuns à atividade, de modo que não teriam o condão de constituir abalo emocional ao autor, ainda mais este sendo um investidor habitual.⁷⁵

Na sequência, o ministro decidiu por negar provimento ao recurso especial da sociedade anônima, confirmando a decisão do acórdão do Tribunal de Justiça de São Paulo que reconheceu o direito do investidor ao ressarcimento. O relator, neste caso, afastou a tese de que a desvalorização das ações e a origem dos danos suportados seriam decorrentes de características inerentes ao funcionamento do mercado de capitais.⁷⁶

Comprovado está nos autos que as ações do Réu eram negociadas em uma faixa de preço de R\$ 7,74 e que, em virtude da divulgação de fraude contábil por ele sofrida ocorreu uma queda substancial nesse preço praticado, tanto que o Autor acabou por vender aquelas mesmas ações a R\$ 4,49. Essa abrupta queda de valor não se deu por questões inerentes ao mercado financeiro, seja local ou mundial, de modo que a perda patrimonial reclamada pudesse ser imputada exclusivamente ao tipo de investimento realizado, reconhecidamente como de risco, caso em que não seria possível acolher-se a pretensão deduzida. Conforme jurisprudência deste Tribunal: [...] Aqui não é essa a hipótese [...]

Adiante, o ministro assevera que, presentes a causalidade, a demonstração de dano, a confissão da prática de ato ilícito pela sociedade anônima, e a violação da boa-fé, estaria

⁷⁴ SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. **Acórdão de Recurso Especial nº 1.538.868 – SP**. Ministro Paulo de Tarso Sansaverino. Voto publicado em 03/03/2017. ps. 1 – 3. Acesso em 21/10/2018. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea>

⁷⁵ STJ. **Acórdão de Recurso Especial nº 1.538.868 – SP**. ps. 4 – 7.

⁷⁶ STJ. **Acórdão de Recurso Especial nº 1.538.868 – SP**. ps. 8 – 10.

configurado o dever de que a companhia reparasse o investidor lesado. Também argumentou que revisar tais análises implicaria em examinar questões fáticas, o que seria obstado pelas súmulas nº 5 e 7 do STJ. Razões pelas quais fundamentou a negativa do recurso especial da ré.⁷⁷

4.2. DELIMITAÇÃO DAS CONTROVÉRSIAS

Embora o autor tenha obtido parcial provimento de sua demanda indenizatória, isto não ocorreu sem a superação de temas controvertidos. Em particular, neste episódio, verificou-se questionamento quanto da natureza dos danos sofridos pelo investidor, além de oposição à conformação do nexo causal. Ambos elementos necessários, ao lado do ato ilícito e da culpa, à configuração, e consequente imputação, do dever de responsabilidade.

A partir da avaliação da decisão deste caso concreto, extrai-se que a sociedade anônima estaria fortemente implicada na realização de ato ilícito. Inclusive tendo admitido publicamente a prática ilegal. À defesa da companhia, então, restou sustentar a inexistência de liame causal entre sua conduta e a diminuição patrimonial suportada pelo autor, bem como tentar deslocar a natureza dos danos à qualidade de mera oscilação de mercado, como variações comuns ao funcionamento das operações mobiliárias, e, portanto, não indenizáveis.

Trata-se de argumentação defensiva formulada na tentativa de impossibilitar a caracterização do dever de indenizar. Buscando impedir a subsunção necessária dos fatos aos elementos componentes da responsabilização, tais sejam o nexo causal e o dano. Estruturação lógica essa que se utiliza de fatores inerentes ao mercado mobiliário, tal como sua volatilidade, alto risco e imprevisibilidade, para mitigar a formação do direito à reparação.

Contudo, corroborando com o entendimento da decisão relatada neste capítulo, será desenvolvido raciocínio pela adequabilidade do suporte fático desta espécie de demanda com a configuração dos elementos *ato ilícito*, *culpa*, *dano* e *nexo causal*, os quatro componentes necessários à imputação de responsabilidade em casos como o avaliado.

⁷⁷ STJ. Acórdão de Recurso Especial nº 1.538.868 – SP. ps. 11 – 15.

4.3. DO ATO ILÍCITO

Em sentido estrito, verifica-se que o conceito de ato ilícito está intimamente relacionado com os demais elementos componentes da responsabilidade civil. Esta concepção advém da definição trazida pelo artigo 186 do Código Civil: *“Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito”*.⁷⁸

Esta noção, portanto, confunde-se com os pressupostos da responsabilidade. Isto, pois, este conceito tem como objetivo satisfazer o mecanismo legislativo que proporciona uma fórmula geral para a imputação do dever de indenizar e, conseqüentemente, realizar a função do instituto da responsabilização através do artigo 927 do Código Civil: *“Aquele que, por ato ilícito, causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”*.

Neste sentido, posiciona-se Sílvio de Salvo Venosa, que, ao conceituar ato ilícito, afirma que sua definição *“vem exposta no art. 186”*.⁷⁹

Da mesma forma entende Caio Mário da Silva Pereira, que coloca ato ilícito como *“ofensa ou violação de direito alheio”*.⁸⁰ Isto é, sem cindir o elemento *ato ilícito* do sentido imposto pelo artigo 186 do Código Civil.

Rui Stoco, de outro modo, entende que esta concepção seja equivocada. Para o jurista *“violar direito é cometer ato ilícito. A ilicitude está na só transgressão da norma.”*⁸¹

Por esta razão que Sérgio Cavalieri afirma ser possível examinar *ato ilícito* em uma dimensão ampla, isto é, cindida da definição imposta pela norma. Avaliando este componente da responsabilidade civil de maneira isolada dos demais:

Em sentido amplo, o ato ilícito indica apenas a ilicitude do ato, a conduta humana antijurídica, contrária ao direito, sem qualquer referência ao elemento subjetivo ou psicológico. Tal como o ato lícito, é também uma manifestação

⁷⁸ CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de responsabilidade civil**. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 11.

⁷⁹ VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito civil: responsabilidade civil**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2006. p. 20.

⁸⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 555.

⁸¹ STOCO, Rui. **Tratado de responsabilidade civil**. 6ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2004. p. 124.

de vontade, uma conduta humana voluntária só que contrária a ordem jurídica.
82

Em concordância com essa definição em sentido amplo, Gustavo Tepedino coloca que, por uma questão de lógica, a ação humana praticada em conformidade com o ordenamento jurídico é lícita; por extensão, o ato ilícito “*caracteriza-se como toda a conduta humana que venha a transgredir um dever jurídico imposto pela lei*”.⁸³

Ainda nesta seara de concepção ampla, Álvaro Villaça de Azevedo coloca ato ilícito como simples descumprimento de cláusula prevista em relação contratual, ou de violação de regra, ou de dever juridicamente imposto. Seja como for, ato ilícito resulta de ação ou omissão contrária ao Direito e ao Ordenamento.⁸⁴

O ato ilícito, então, exprime objetivamente uma noção de antijuridicidade. Em outras palavras, este elemento trata da violação do ordenamento e de contrariedade a um valor social juridicamente tutelado através de norma.⁸⁵

Antijuridicidade que fica expressa na Lei 7.913/1989, norma que, buscando proteger o patrimônio mobiliário dos investidores, elenca as hipóteses de práticas ilícitas ensejadoras do direto de ressarcimento de danos.

Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

I — operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;

II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma

⁸² CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Op. cit.** p. 11.

⁸³ TEPEDINO, Gustavo. **A parte geral do novo código civil / Estudos na perspectiva civil-constitucional**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 346.

⁸⁴ AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Código civil comentado: negócio jurídico. Atos jurídicos lícitos. Atos ilícitos: artigos 104 a 188**. Vol. 2. São Paulo: Atlas, 2003. ps. 348 – 351.

⁸⁵ FARIAS, Cristiano Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. **Novo tratado de responsabilidade civil**. São Paulo: Atlas, 2015. p. 133.

operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;

III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

Conforme ressalta Arnold Wald, com a promulgação da Lei 7.913/1989. “*foram assim introduzidos no nosso ordenamento, novos mecanismos voltados a conferir maior efetividade à proteção dos investidores*”:⁸⁶

Afinal, tal lei foi responsável por permitir o ajuizamento de ação do prejudicado com o objetivo de buscar ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, tendo elencado, em seu art. 1º, algumas hipóteses que tenham ocasionado os danos aos investidores, como a manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários e a omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.⁸⁷

Destarte, fica configurado o *ato ilícito* quando uma companhia praticar qualquer das hipóteses de antijuridicidade previstas nos incisos I, II ou III do artigo 1º da Lei 7.913 de 1989. Situação que implica no dever de reparar danos por expressa disposição legal.

4.4. DA CULPA

4.4.1 Do regime de responsabilidade

São dois os regimes de responsabilidade, o subjetivo e o objetivo. “*Diz-se, pois, ser subjetiva a responsabilidade quando se esteia na ideia de culpa. A prova do agente passa a ser pressuposto necessário do dano indenizável*”. Quanto ao regime de responsabilidade objetiva,

⁸⁶ WALD, Arnold. **Op. cit.** p. 147.

⁸⁷ WALD, Arnold. **Op. cit.** p. 147.

*“não se exige prova de culpa do agente para que seja obrigado a reparar o dano. Ela é de todo prescindível, porque a responsabilidade se funda no risco”.*⁸⁸

Como regra geral, aplica-se à generalidade das relações jurídicas o regime de responsabilidade subjetiva. Trata-se de inteligência do parágrafo único do artigo 927, do Código Civil, que determina que só será aplicado o sistema de responsabilidade objetiva quando houver previsão normativa para tanto, ou se tratar de atividade de risco.

Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

Considerando que os diplomas legais que regem a relação jurídica e a pretensão de direito entre investidores e a sociedade anônima são a Lei de Sociedades por Ações e a Lei 7.913/1989, não há que se falar no modelo excepcional de responsabilidade objetiva. Resta, portanto, que o regime aplicado às situações como a do caso concreto avaliado, é o subjetivo. Necessária, portanto, a prova de culpa para conformação da responsabilização.

4.4.2 Da culpa e dos deveres violados

Definido que, na relação entre investidores e a sociedade anônima, se opera o regime da responsabilidade subjetiva, e que para este é imprescindível a presença da culpa, passamos a analisar este componente isoladamente.

Conforme ensina Carlos Roberto Gonçalves, a essencialidade do elemento culpa se extrai a partir de uma noção de voluntariedade trazida pela lei civil. Trata-se, portanto, de elemento de ordem subjetiva. Para que haja indenização, então, há de se verificar se o sujeito

⁸⁸ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Responsabilidade civil**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 59.

que produziu o ato danoso que viola bem tutelado juridicamente, tenha agido de maneira moralmente reprovável.⁸⁹

Chaves Braga Netto e Rosendal colocam a culpa como justificativa filosófica da teoria subjetiva, modelo que considera cada indivíduo moralmente responsável pelos atos que pratica. Tendo em vista essa relação entre culpa e moral, há de se identificar se o comportamento que gerou o ato lesivo estava imbuído da intenção psicológica de violar o direito, ou se todos os deveres de cuidado foram diligenciados pelo agente.⁹⁰

Se a ação ou omissão tenha se dado de maneira deliberada, qualifica-se como culpa em *lato sensu*, também conhecida como dolo. Nesses casos, o agente tem pleno conhecimento da violação de direito e do seu potencial lesivo que seu ato ou omissão significará.

Quando existe intenção deliberada de ofender direito, ou de ocasionar prejuízo a outrem, há o dolo, isto é, pleno conhecimento do mal e o direito propósito de o praticar. A intenção é o principal atributo do dolo, que se traduz na vontade dirigida a um fim. Esse fim pressupõe-se sempre ilícito, considerando que o agente, ou quer obter vantagem, ainda que cause dano a outrem, ou objetiva apenas causar mal e lesar a vítima sem o desiderato de beneficiar-se.⁹¹

Culpa *stricto sensu*, por sua vez “é caracterizada pela imprudência, negligência, ou, ainda, pela imperícia, sem que haja deliberação de violar um dever.” Trata-se de omissão com uma obrigação de cuidado, sem que a produção de dano seja o resultado desejado pelo agente. Frise-se, contudo, que se trata de hipótese na qual há algum grau de previsibilidade da produção de prejuízo para terceiros.⁹²

Em específico, tratando de relações societárias entre administração, Fábio Ulhoa Coelho elenca os três principais deveres da administração de uma companhia. O primeiro deles é o dever de diligência previsto ao artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações. “O

⁸⁹ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Op. cit.** p. 437.

⁹⁰ FARIAS, Cristiano Chaves de; Et al. **Op. cit.** p. 172 - 175

⁹¹ STOCO, Rui. **Op. cit.** p. 135.

⁹² FALCÃO, Joaquim; GUERRA, Sérgio; VIANNA Rodrigo. **Teoria geral da responsabilidade civil. Organização Direito Rio.** Rio de Janeiro: Editora FGV, 2008. p. 29.

*administrador diligente é aquele que emprega na condução dos negócios legais as cautelas, métodos, recomendações, postulados, e diretivas da ciência da administração de empresas”.*⁹³

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

O segundo desses deveres é o dever de lealdade. Trata-se da imposição que a conduta da administração da empresa se dê no melhor interesse desta e em conformidade com as funções públicas, sociais e econômicas da empresa, nos limites de sua capacidade jurídica.⁹⁴

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

O terceiro refere-se ao dever de informar. Conforme positivado ao artigo 157, parágrafo 4º da LSA. *“O cumprimento desse dever apresenta dois aspectos distintos: de um lado, o pertinente às informações para esclarecimento de acionistas; de outro, as comunicações de modificações na posição acionária ou de fatos relevantes, cujo destinatário é o mercado”.*⁹⁵

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

⁹³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso. Op. cit.** ps. 246 – 247.

⁹⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso. Op. cit.** p. 248.

⁹⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso. Op. cit.** p. 249.

Pois bem, tem-se que a sociedade anônima, apresentada por sua administração, quando publica demonstrativos falsos, ou opera outros atos ilícitos, age com culpa *stricto sensu*. Afinal, viola os deveres de diligência, lealdade e informação, conforme previstos respectivamente aos artigos 153, 154 e 157 §4º da LSA. Faz-se presente o elemento culpa, componente necessário à imputação de responsabilidade, sobretudo tratando-se do regime de responsabilidade subjetiva.

4.5. DO DANO

4.5.1. Da responsabilidade e do dever de indenizar

Rui Stoco coloca que a responsabilidade remete à ideia de consequência. Explica que a responsabilização é resultante da necessidade social de que sujeitos de determinada sociedade humana respondam por seus atos, concretizando os ideais de justiça desta organização civilizada. A responsabilidade é noção que consubstancia o dever moral geral de não causar danos, de não prejudicar o outro, princípio identificado como *neminem laedere*. Conceito este que transportado ao plano jurídico do direito privado se traduz na constituição do instituto da responsabilização civil.⁹⁶

A realização da responsabilidade civil se opera através da indenização patrimonial ao sujeito lesado por prejuízo injusto. Sobre este mecanismo incide o princípio da reparação integral, o qual se extrai do artigo 944 do Código Civil.⁹⁷ Norma que se efetiva de dois modos: seja a partir da reparação *natural*, isto é, determinando que o lesado restitua o ofendido com o mesmo bem jurídico prejudicado, ou impondo a reparação em *pecúnia*, obrigando o responsável ao pagamento em dinheiro de montante equivalente ao dano suportado, tal como preceitua o artigo 947, do mesmo *codex*.^{98 99}

⁹⁶ STOCO, Rui. **Op. Cit.** ps. 118 – 122.

⁹⁷ Art. 944. A indenização mede-se pela extensão do dano.

⁹⁸ Art. 947. Se o devedor não puder cumprir a prestação na espécie ajustada, substituir-se-á pelo seu valor, em moeda corrente.

⁹⁹ FARIAS, Cristiano Chaves de; Et al. **Op. cit.** p.29.

A dinâmica da responsabilidade civil no ordenamento brasileiro fundamenta-se na fórmula geral de reparação patrimonial conforme previsão dos artigos 186, 187 e 927 do Código Civil¹⁰⁰. Deste modo, tem-se que, com a finalidade de consumir o princípio da reparação integral, o sujeito cujos bens juridicamente tutelados foram prejudicados, possuirá pretensão de direito indenizatório contra o sujeito responsável pela geração de tais danos, que por sua vez, deverá arcar com a recomposição patrimonial.¹⁰¹

Em síntese do mecanismo da imputação de responsabilidade, Sérgio Cavalieri Filho explica que este se opera a partir da violação de um dever jurídico *originário*, tal seja quando algum sujeito pratica ato ilícito que produza prejuízo para outrem. De modo que com esta transgressão de direito, surge dever jurídico *sucessivo*, a imputação de responsabilidade ao agente e o consequente dever de que este indenize aquele que suportou os danos.¹⁰²

Como consequência lógica do modelo de responsabilização exposto, só se imputa o dever de indenizar quando da existência de dano, tido como elemento central do instituto. Razão pela qual afirma-se que “*não há responsabilidade sem prejuízo.*”¹⁰³

4.5.2. Do conceito de dano material

Verificado que o sistema de responsabilização impõe o dever de indenizar apenas quando da existência do dano, faz-se necessário compreender este fato jurídico.

Preliminarmente, faz-se menção a classificação dos danos em patrimoniais ou materiais e extrapatrimoniais ou morais. Considerando que estes últimos se referem aos prejuízos pessoais sem significado econômico, ainda que em alguns momentos se trate dos

¹⁰⁰ Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

¹⁰¹ RAMOS, André Luiz Arnt. **Responsabilidade por danos e segurança jurídica: legislação e jurisdição nos contextos alemão e brasileiro**. Porto; Curitiba: Juruá, 2018. ps. 145 – 153.

¹⁰² CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Op. cit.** 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 3.

¹⁰³ STOCO, Rui. **Op cit.** p. 129.

danos em geral, se seguirá apenas com o estudo dos primeiros, posto que mais adequados ao escopo deste trabalho.

Pois bem, inicialmente, há de se observar que a técnica legislativa brasileira não é taxativa quanto a definição do que seja o fato jurídico *dano*. Como consequência prática desta abertura legal, resta um conceito abstrato, o qual deve ser preenchido pela descrição de interesses que representem fenômenos os quais culturalmente a sociedade entenda que devam ser tutelados pelo plano jurídico. O termo, portanto, é empregado de maneira genérica, de modo que seu significado é atribuído pelo operador do direito que submete sua demanda à justiça. Assim, em um segundo momento, essa significação é controlada pelo próprio Poder Judiciário ao se analisar a pretensão de responsabilidade.¹⁰⁴

Em específico, quando aos danos materiais, Chaves, Braga Netto e Rosenvald conceituam-lhes como “*lesão a um interesse econômico concretamente merecedor de tutela.*” Acrescentam que “*Quando o dano ofende a relação entre a pessoa e bens economicamente avaliáveis, surge a responsabilidade patrimonial.*”.¹⁰⁵

Estes juristas entendem por relevante que a análise do dano patrimonial não se opere somente sob a perspectiva pontual do interesse do sujeito prejudicado; isto é, que a lesão seja definida a partir da subtração do valor do bem anteriormente e posteriormente ao ato prejudicial, conforme preceitua a chamada *teoria da diferença*. Estes autores, de outro modo, sugerem que os danos patrimoniais sejam verificados a partir das consequências econômicas da ofensa ao bem tutelado.¹⁰⁶

Arnaldo Rizzardo define dano como “*lesão de direito ou de um bem jurídico qualquer.*”. Conceituando especificamente os danos materiais como o fenômeno resultante de ato ou negócio que implica na diminuição patrimonial de determinado sujeito.¹⁰⁷ Ao passo que bens jurídicos materiais, por seu modo, explica Roberto Senise Lisboa, podem ser

¹⁰⁴ FARIAS, Cristiano Chaves de; Et al. **Op. cit.** ps. 229 -233.

¹⁰⁵ **Ibden.** p. 243.

¹⁰⁶ **Ibden.** ps. 244 - 246.

¹⁰⁷ RIZZARDO, Arnaldo. **Responsabilidade civil: Lei nº 10.406, de 10.01.2002.** Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 15 – 17.

compreendidos como “*aquilo que possui valor econômico e não se enquadra na definição de sujeito de direito.*”¹⁰⁸

Sílvio de Salvo Venosa, por sua vez, concebe dano material como prejuízo econômico, como lesão de interesse patrimonial e como prejuízo que o sujeito efetivamente tenha suportado. Definindo-o como aquele “*suscetível de avaliação pecuniária, podendo ser reparado por reposição de em dinheiro, denominador comum da indenização.*”¹⁰⁹

Há também de se trazer os conceitos desenvolvidos por estudo da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, que define dano como “*efeito da lesão de direitos de outrem, tutelados pela ordem jurídica*”. Bem como, determina dano material como aquele “*que atinge os bens integrantes do patrimônio da vítima, entendendo-se como tal o conjunto de relações jurídicas de uma pessoa apreciáveis em dinheiro.*”¹¹⁰

Útil se atentar às lições de Paulo Vieira de Tarso Sansaverino. O jurista, afirma que para além do conceito do fato jurídico dano em abstrato, para que este seja efetivamente indenizável é preciso que se façam presentes três pressupostos. O primeiro, a *certeza*; considera o principal requisito, refere-se a inequívoca existência de prejuízo, e que este, ainda que indeterminado, seja real. O segundo, trata-se da *imediatidade*; afirmando pela necessidade de causalidade entre a reparação e o dano, sendo este requisito correlacionado ao elemento do *nexo causal*. O terceiro, a *injustiça do dano*; requisito que impõe que o dano indenizável seja violação à esfera jurídica do sujeito que pretenda a reparação.¹¹¹

Ainda sobre os pressupostos, verifica-se na doutrina, uma quarta condição, a *atualidade*. Trata-se de requisito de ordem lógica que preceitua que dano deve existir ou tenha existido no momento em que se ingresse com a demanda de responsabilização.¹¹²

A partir das concepções apresentadas, em síntese, possível conceber dano material como o fenômeno, certo, atual e não hipotético, da ofensa à dimensão de interesses patrimoniais de determinado sujeito.

¹⁰⁸ LISBOA, Roberto Senise. **Manual de direito civil, volume 1: teoria geral do direito civil**. 3ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003. p. 417.

¹⁰⁹ VENOSA, Sílvio de Salvo. **Op. Cit.** ps. 29 – 32.

¹¹⁰ FALCÃO, Joaquim; GUERRA, Sérgio; VIANNA Rodrigo. **Op. cit.** ps. 68 – 72.

¹¹¹ SANSAVERINO, Paulo de Tarso Vieira. **Princípio da reparação integral – indenização no Código Civil**. São Paulo: Saraiva, 2010. ps. 164 – 183.

¹¹² FALCÃO, Joaquim; GUERRA, Sérgio; VIANNA Rodrigo. **Op. cit.** p. 70.

4.5.3. Da desvalorização das ações como dano indenizável

Segue-se com análise do que sejam as ações e o que a depreciação de seus valores representa aos seus titulares. Avaliando se o fenômeno da desvalorização das mesmas encontra correspondência com as noções esboçadas de responsabilidade e dano, possibilitando que este fato jurídico possa ser configurado como prejuízo indenizável.

Ações são frações do capital social de sociedades anônimas. Quando negociadas publicamente são um dos tipos de títulos qualificados como *valores mobiliários*, conforme previsão do artigo 2º, inciso I, da Lei 6.385/1976, com redação alterada pela Lei 10.303/2001.¹¹³ Por esta razão, são operados mediante controle e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, autarquia nacional de regulação do setor.¹¹⁴

A comercialização das ações como valores mobiliários serve a dois propósitos, seja a captação de bens junto ao público para a sociedade anônima emissora, seja sua operação como forma de investimento de ativos por particulares.¹¹⁵ O investidor, portanto, na mesma medida que aplica seu patrimônio, torna-se titular de “*direitos e obrigações [...] na qualidade de sócio da companhia, em função de sua participação no capital social.*”¹¹⁶

Ary Oswaldo Mattos Filho explica que este tipo de aplicação no mercado de capitais é realizado na expectativa de obtenção de lucros que, além de renderem dividendos, oscilam em seu valor relativo por unidade, de modo a proporcionarem ganhos ou prejuízos ao titular de ações, a depender do desempenho econômico da sociedade anônima e outros fatores especulativos. Qualifica os valores mobiliários como *títulos de crédito impróprios*.¹¹⁷

Modesto Carvalhosa diverge desta concepção. Afirma que faltam às ações as características elementares dos títulos de crédito, seja a materialidade ou a literalidade. Ensina,

¹¹³ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

¹¹⁴ CARVALHOSA, Modesto; Et al. **A nova Lei das sociedades anônimas. Op. Cit.** p. 34.

¹¹⁵ RUDGE, Luiz Fernando; Et al. **Mercado de capitais**. 3ª ed. Belo Horizonte: Editora CNBV, 1996. p. 63.

¹¹⁶ EIZERIK, Nelson. Et al. **Op. cit.** p. 57.

¹¹⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de administração de empresas**. Volume. 25. Número 2. São Paulo, 1985. Acesso em 14/11/2018. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901985000200003

por sua vez, que as ações comercializadas sob a forma de títulos mobiliários seriam *valores patrimoniais incorpóreos*. Adiante, o jurista categoricamente afirma que “ações são bens e, portanto, objetos de direito.”.¹¹⁸

Waldirio Bulgareli sugere a aproximação da natureza jurídica deste título mobiliário ao conceito de bem móvel. Anota que o Código de Processo Civil faz previsão à penhora de ações.¹¹⁹ Denotando a aceitação do valor mobiliário como patrimônio.¹²⁰

Fábio Ulhoa Coelho, aponta a dificuldade da definição da natureza das ações em circulação no mercado de capitais. As define como um investimento complexo. Explica que simultaneamente, são posição de direitos perante determinada companhia, como são títulos representativos de diferentes valores, destacando o valor negocial dos títulos mobiliários, referindo-se à característica monetária destes, correlacionada à oferta e demanda dos mesmos na economia de mercado.¹²¹

Seja como for, verifica-se que a doutrina identifica nas ações comercializadas sob a forma de valores mobiliários uma dimensão patrimonial. Assim, diante dos conceitos de *dano* apresentados, conclui-se que a depreciação do valor das ações representa real diminuição patrimonial dos seus titulares. De modo que, apesar da natureza complexa deste instituto, o fenômeno da desvalorização das ações comporta ser qualificado como fato jurídico *prejuízo*. Conformando, portanto, o primeiro elemento necessário à imputação de responsabilidade

4.6. DO NEXO CAUSAL

4.6.1. Das teorias da causalidade

Para que a responsabilização pelo ato ilícito aconteça é necessário estabelecer o vínculo entre sujeito causador do dano e o evento. Isto é, “*não basta que o agente haja*

¹¹⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades anônimas**. Volume 1. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2000. ps. 88 – 89

¹¹⁹ Art. 835. A penhora observará, preferencialmente, a seguinte ordem:
III - títulos e valores mobiliários com cotação em mercado;

¹²⁰ BULGARELLI, Waldirio. **Op. cit.** p. 124.

¹²¹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso. Op. cit.** p. 101 – 108.

procedido contra jus”; ainda, o fato da vítima ter sofrido o dano, não é o fundamental; o essencial é “*que se estabeleça uma relação de causalidade entre a injuridicidade da ação e mal causado*”.¹²²

Sucedido a existência de prejuízo injusto como efeito, há de examinar sua causa. Trata-se do elemento *nexo causal*, o liame de causalidade que imputa objetivamente a determinado agente a responsabilidade pela ocorrência do dano. Sendo oportuno, neste ponto, distinguir a relação de causalidade da culpabilidade; que é o elemento de imputação subjetiva para conformação da responsabilização, e conseqüentemente, do dever de indenizar. Nexo causal, portanto, é elo fático referencial entre a ação ou omissão com a origem do dano.¹²³

A análise do plano fático verifica as diversas *condições*, isto é, os diversos aspectos da realidade que resultaram no prejuízo, mas nem todas essas são efetivamente tomadas como *causas*. Esta qualificação dos fenômenos mostra-se fundamental para a compreensão das principais teorias da causalidade trazidas pela doutrina.¹²⁴ Sejam estas as teorias da equivalência das condições, da causalidade adequada e causalidade direta e imediata.

Nelson Nery Junior e Rosa Maria de Andrade Nery sintetizam a teoria da equivalência como aquela que considera como *causas* todas as *condições*, fórmula que conduz à uma noção de equivalência de todos os aspectos da realidade que se faziam presentes para a produção do dano, sem lhes distinguir em relevância. Tal modelo, contudo, criticado em razão de que sua aplicação resulta em regressão exagerada da cadeia de eventos.¹²⁵

Quanto a teoria da causalidade, Chaves, Braga Netto e Rosenvald explicam que se trata da construção teórica mais adequada ao instituto da responsabilidade civil. Trata-se de sistemática que considera apartadamente cada uma das *condições*, atribuindo-lhes a qualificação de *causa* dada a relevância do fenômeno para a produção do dano:

A condição se converte em causa somente quando, pela análise do caso, percebe o magistrado que aquele resultado lesivo abstratamente corresponde ao curso normal das coisas. Quer dizer, aquele dano que a vítima

¹²² STOCO, Rui. **Op. cit.** p. 146.

¹²³ CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Op. cit.** ps. 48 - 49.

¹²⁴ FALCÃO, Joaquim; GUERRA, Sérgio; VIANNA Rodrigo. **Op. cit.** p. 103.

¹²⁵ NERY JUNIOR, Nelson. **Código civil comentado**. 5ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007. p. 706.

experimentou é uma consequência normalmente previsível do fato à luz da experiência.¹²⁶

Segundo Anderson Schreiber, a legislação e a jurisprudência brasileiras sugerem a adoção da teoria da causalidade direta e imediata. Isto em razão do conteúdo normativo do artigo 403 do Código Civil de 2002, que descreve: “Art. 403. Ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual.” Este modelo, determinada como *causa* apenas a *condição* mais próxima e vinculada ao dano, sem que haja consideração dos eventos sucessivos.¹²⁷

Entretanto, o jurista aponta que a operação deste modelo, mostrou-se insuficiente e restritiva. Isto pois, muitas vezes, constata-se que a causa efetiva do dano é indireta. Razão pela qual afirma-se que a teoria foi adaptada, tanto pelas cortes, como por seus adeptos. Desenvolveu-se a subteoria da necessariedade. Substituiu-se o conceito de liame direto pelo de liame necessário. “Desta forma, podem-se identificar danos indiretos, passíveis de ressarcimento, desde que sejam consequência necessária da conduta tomada como causa.”¹²⁸

4.6.2. Do mercado e da causalidade entre a desvalorização das ações e os ilícitos

Visitadas as principais conceituações sobre elemento do nexo causal, segue-se com breve análise acerca do funcionamento das sociedades anônimas e do mercado acionário. Possibilitando, então, que seja avaliada a plausibilidade do liame de causalidade entre as práticas ilícitas de uma sociedade anônima e a depreciação das ações dos investidores, à luz das teorias adotadas pelo direito brasileiro.

Sociedades anônimas são o tipo societário organizacional para estruturação de atividade econômicas de grande envergadura. Este modelo empresarial está sujeito às normas

¹²⁶ FARIAS, Cristiano Chaves de; Et al. **Op. cit.** p 465.

¹²⁷ SCHREIBER, Anderson. **Novos paradigmas da responsabilidade civil: da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2013. ps. 60 – 61.

¹²⁸ **Ibidem.** p. 62.

da Lei 6.404/1976 – Lei das Sociedades por Ação - LSA, e, subsidiariamente ao Código Civil, conforme disposto ao artigo 1089 ¹²⁹ deste último diploma legislativo.

Dentre as características elementares das sociedades anônimas, para além da divisão do capital social em ações, destaca-se a responsabilidade dos sócios limitada somente ao montante que lhes falta à integralização das ações que sejam titulares. Razões pelas quais esta forma de empresa é qualificada como sociedade de capital. Ademais, também, são elementos marcantes do tipo societário a desvinculação entre os sócios e as atividades de gestão da companhia, bem como a negociabilidade das ações entre particulares, operadas sob a forma de títulos de valores mobiliários.¹³⁰

Tal como preceitua o artigo 4^a da LSA, as sociedades anônimas podem ser classificadas como fechadas ou abertas. Estas últimas, mediante autorização estatal e regulação da Comissão de Valores Mobiliários, são legitimadas a negociar e distribuir suas ações publicamente, seja através de bolsa de valores ou corretoras.¹³¹

São reconhecidas duas fases de comercialização das ações, que correspondem ao que a doutrina identifica como mercado primário e secundário. A negociação primária, ou subscrição, é a oferta inicial de ações. Momento em que a sociedade anônima emite e comercializa ações junto ao público. Operação também conhecida como oferta pública inicial, ou IPO – *Inicial Public Offering*.

Com o lançamento dos valores mobiliários para comercialização no mercado acionário, a companhia recebe o aporte de recursos financeiros, adquirindo liquidez. Trata-se da relação comercial direta entre investidor e a sociedade anônima. Após a operação inicial, os valores mobiliários passam a ser negociados no mercado secundário, que compreende a aquisição e alienação de ações entre particulares, com negociabilidade independente e apartada da sociedade anônima.¹³²

¹²⁹ Art. 1.089. A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código.

¹³⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. 28^a ed. São Paulo: Editora revista dos tribunais, 2016. ps. 175 - 178.

¹³¹ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. ps. 28 – 31.

¹³² COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso. Op. cit.** p. 93.

Quando em circulação no mercado secundário, o preço das ações é ditado por regras puramente naturais, entre compradores e vendedores “*num encontro de vontades desses sujeitos de direito*”.¹³³ O valor das ações é intrinsecamente ligado às possibilidades de ganhos que estes títulos representam, seja em razão da especulação sobre o valor unitário das ações, seja pela distribuição de dividendos.¹³⁴ Trata-se da dinâmica de oferta e demanda, que também se relaciona com fatores macroeconômicos, com o desempenho da companhia e outras conjunturas.

Para que os investidores tenham acesso às informações relevantes para alocação racional de seus recursos, observa Nelson Eizirik que uma série de normas legais e infralegais determina a necessidade de que as sociedades anônimas abertas compartilhem informações com o público, de modo que estas também afetam à formação de preço das ações, e consequentemente o valor que este patrimônio aplicado representa:

Outro objetivo fundamental da regulação é o de fazer com que o mercado funcione com eficiência. Nesse sentido, vários estudos vêm demonstrando que a regulação demanda a prestação de um volume maior de informações do que os emissores de títulos apresentariam num mercado não regulado. O aumento na quantidade e qualidade das informações resulta num processo de formação de preços mais eficiente, bem como na tomada de decisões mais racionais, com resultados benéficos para a economia.¹³⁵

Portanto, quanto uma sociedade anônima divulga informações falsas ao público, cometendo ato ilícito, os agentes de mercado valoram negativamente essa prática, pois perdem confiança no desempenho desta empresa. Como consequência direta, há diminuição da procura e queda do valor das ações dessa companhia.

Modesto Carvalhosa, sobre a relação causal entre a divulgação de informações falsas por sociedade anônima e a depreciação do valor das ações de investidores dessa companhia, é enfático ao afirmar que se trata de dano direito:

Os danos causados aos investidores decorrem da relação entre a falta de informação fidedigna e a queda no valor das ações, com evidente nexo causal.

¹³³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso. Op. cit.** p. 105.

¹³⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso. Op. cit.** ps. 106 – 108.

¹³⁵ EIZERIK, Nelson. Et al. **Op cit.** p. 20.

São, portanto, danos diretos e imediatos que não se confundem com os prejuízos que possa sofrer a própria companhia em seu patrimônio social. Não há relação necessária entre a informação não fidedigna fornecida pela companhia e a diminuição de seu patrimônio líquido, que pode se dever a fatores externos e conjunturais. Aliás, as companhias geralmente se beneficiam, no curto prazo, do fornecimento de informações não fidedignas.

A queda da cotação das ações é uma consequência natural, previsível, provável e necessária da omissão de fatos relevantes e da prestação de informações não fidedignas. Uma companhia não pode, razoavelmente, afirmar que não tinha condições de considerar provável a queda imediata das cotações uma vez revelada a falsidade de informações.¹³⁶

Ainda que se discorde de Carvalhosa, entendendo-se que não se trata de dano direto, verifica-se que o suporte fático é abrangido pelas teorias da causalidade prediletas da doutrina e mais utilizadas pelo Poder Judiciário.

Pensando em termos do *modelo da causalidade adequada*, há que se analisar isoladamente o fato o qual quer se atribuir como causa dos efeitos danosos. Observando-se o suporte fático em abstrato, é altamente provável que a divulgação de informações falsas tenha como efeito a resposta negativa do mercado e consequentemente a desvalorização dos ativos. De modo que é possível eleger este fato, esta condição, como causa.

Na sistemática da *teoria da causalidade imediata*, por sua vez, verificar-se-ia a desvalorização como dano indireto, afinal não é resultado imediatamente próximo da divulgação de informações falsas, posto que a depreciação das ações se dá em razão da diminuição da demanda do mercado acionário. Contudo, considerando o desenvolvimento deste modelo teórico, isto é, a *subteoria da necessariidade*, constatar-se-ia a desvalorização dos ativos mobiliários como consequência necessária da prática de divulgação de informações fraudulentas ao público investidor.

Conclui-se, por todo o exposto, que é possível configurar a existência de liame causal jurídico entre os atos ilícitos de uma sociedade anônima com a desvalorização das ações dos investidores. Acertado o entendimento do julgado em comento.

¹³⁶ CARVALHOSA, Modesto. **A legislação. Op. cit.**

5. CONCLUSÃO

A partir da análise dos casos selecionados foi possível examinar e enfrentar os principais desafios à demonstração do direito material de que investidores obtenham ressarcimento pela desvalorização injusta de seus ativos mobiliários. Expediente que exigiu estudo interdisciplinar entre a legislação das sociedades anônimas, funcionamento do mercado mobiliário e os principais institutos da responsabilização civil.

Inicialmente, verificou-se a legitimidade de que investidor ajuizasse demanda de interesse pessoal em face de sociedade anônima, distinguindo-se essa espécie de ação indenizatória de uma ação social. Constatado o cabimento deste tipo de pleito, seguiu-se com a análise dos elementos formativos do direito à responsabilização.

Quanto a antijuricidade fundamental à conformação da imputação de responsabilidade, observou-se que as previsões de atos ilícitos contidas nos incisos I, II e III do artigo 1º da Lei 7.913 de 1989, são apropriadas à demanda de investidores, posto que tais dispositivos servem justamente para tutelar o interesse em questão.

A respeito da culpabilidade, tratando-se de um regime de responsabilidade subjetiva, foi identificado que, na prática de atos fraudulentos e de divulgação de informações falsas, a administração da companhia, e, por consequência, a própria sociedade anônima, incorrem na violação com *culpa stricto sensu* de dever jurídico, resultando na confirmação do elemento culpa.

Na sequência, mediante o estudo da natureza jurídica das ações como bens incorpóreos, concluiu-se que a depreciação do valor negocial destes títulos, corresponde à conceituação de dano como lesão de interesses patrimoniais. Sendo assim, a desvalorização seria prejuízo indenizável.

Constatada a lesão de interesse econômico, passou-se ao exame do liame de causa e efeito necessário para a imputação de responsabilidade. Apresentadas as teorias causais, aferiu-se que a demanda de investidor é apta a configurar o nexu fático, seja no modelo da causalidade adequada, ou no mecanismo da causa imediata necessária.

Presentes todos os elementos para a imputação de responsabilidade e subsequente dever de indenizar, conclui-se, finalmente, que a demanda de investidor cujas ações tenham se depreciado em razão da prática de atos ilícitos pela sociedade emissora, encontra respaldo jurídico suficiente para que seja provida nas cortes brasileiras.

O entendimento não poderia ser diverso. Economias estrangeiras consolidadas possuem sistemas eficazes na tutela do direito de investidores. Trata-se, portanto, de direcionamento necessário à evolução do mercado de capitais brasileiro e da proteção daqueles que aplicam seus recursos na economia nacional.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, André de. **A maior ação do mundo: a história da Class Action contra a Petrobras**. 1ª ed. São Paulo: SRS Editora, 2018.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Código civil comentado: negócio jurídico. Atos jurídicos lícitos. Atos ilícitos: artigos 104 a 188**. Vol. 2. São Paulo: Atlas, 2003.

BRASIL, **Código Civil de 2002**. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm. Acesso em 10 nov. 2018.

BRASIL, **Código de processo civil de 2015**. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13105.htm. Acesso em 15 nov. 2018.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm. Acesso em 15 nov. 2018.

BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm. Acesso em 10 nov. 2018.

BRASIL, **Lei nº 7.913 de 7 dezembro de 1989**. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7913.htm. Acesso em 10 nov. 2018.

BRASIL, Supremo Tribunal Federal. **Agravo em Recurso Extraordinário nº 1.042.407 – SP**. Ministro Relator Gilmar Mendes. Voto publicado em 27/04/2017. Disponível em:
<https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos>. Acesso em 21 out. 2018.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. **Acórdão de Recurso Especial nº 1.538.868 – SP**. Ministro Paulo de Tarso Sansaverino. Voto publicado em 03/03/2017. Disponível em:
<https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea>. Acesso em 21 out. 2018.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. **Acórdão do Recurso Especial nº 1.540.428 – SP**. Ministro Relator Marco Aurélio Bellizze. Voto vencido. Publicado em 15/03/2018. Disponível em:
<https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea>. Acesso em 21 out. 2018.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. **Agravo em Recurso Especial nº 966.653 – SP**. Ministro Presidente Francisco Falcão. Voto publicado em 10/08/2016. Disponível em:
<https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea>. Acesso em 21 out. 2018.

BRASIL, Tribunal de Justiça de São Paulo. **Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100**. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/esaj/portal.do?servico=190090>. Acesso em 21 out. 2018.

BRASIL, Tribunal de Justiça de São Paulo. **Autos nº 1106499-89.2017.8.26.0100**. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/esaj/portal.do?servico=190090>. Acesso em 7 nov. 2018.

BRASIL, Tribunal de Justiça de São Paulo. **Autos nº 1016781-47.2018.8.26.0100**. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/esaj/portal.do?servico=190090>. Acesso em 7 nov. 2018.

BULGARELI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. 12 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BULOS, Uadi Lammêgo. **Constituição Federal anotada**. 10ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades anônimas**. Volume 1. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2000.

CARVALHOSA, Modesto; LATORRCA Nilton. **Comentários à Lei de Sociedades anônimas**. Volume 3. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

CARVALHOSA, Modesto. **A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia?** Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/anttese/a-legislacao-brasileira-permite-que-um-acionista-seja-individualmente-indenizado-pela-companhia/#.W-pHt5NKgcg>. Acesso em: 13 nov. 2018.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de responsabilidade civil**. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial, direito de empresa**. Volume 2. 20ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. 28ª ed. São Paulo: Editora revista dos tribunais, 2016. COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1983.

EIZERIK, Nelson; GALL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Responsabilidade civil**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

FARIAS, Cristiano Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. **Novo tratado de responsabilidade civil**. São Paulo: Atlas, 2015.

FALCÃO, Joaquim; GUERRA, Sérgio; VIANNA Rodrigo. **Teoria geral da responsabilidade civil**. Organização Direito Rio. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2008

FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

LISBOA, Roberto Senise. **Manual de direito civil, volume 1: teoria geral do direito civil**. 3ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de administração de empresas**. Volume. 25. Número 2. São Paulo, 1985. Acesso em 14/11/2018. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901985000200003. Acesso em 10 nov. 2018.

NERY JUNIOR, Nelson. **Código civil comentado**. 5ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PIMENTA, Guilherme. **Juristas divergem sobre constitucionalidade de arbitragem prevista na lei das S.A.** JOTA. Publicado em 25/04/2018. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/juristas-constitucionalidade-arbitragem-lei-s-a-25042018>. Acesso em 19/11/2018.

PRADO, Viviane Muller. **Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores**. FGV Direito SP. 2016. Disponível em: <https://works.bepress.com/viviane-muller-prado/4/>. Acesso em 10 nov. 2018.

RAMOS, André Luiz Arnt. **Responsabilidade por danos e segurança jurídica: legislação e jurisdição nos contextos alemão e brasileiro**. Porto; Curitiba: Juruá, 2018.

RIZZARDO, Arnaldo. **Responsabilidade civil: Lei nº 10.406, de 10.01.2002**. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de capitais**. 3ª ed. Belo Horizonte: Editora CNBV, 1996.

SANSAVERINO, Paulo de Tarso Vieira. **Princípio da reparação integral – indenização no Código Civil**. São Paulo: Saraiva, 2010.

SCHREIBER, Anderson. **Novos paradigmas da responsabilidade civil: da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2013.

STOCO, Rui. **Tratado de responsabilidade civil**. 6ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2004.

TEPEDINO, Gustavo. **A parte geral do novo código civil / Estudos na perspectiva civil-constitucional**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito civil: responsabilidade civil**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.

WALD, Arnold. Capítulo 3: Parecer. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**. 1ª ed. Quartier Latin, 2018.

ZAVASCKI, Teori Albino. **Tutela jurisdicional dos acionistas e investidores do mercado de valores mobiliários**. Cadernos do Conselho de Justiça Federal vol. 15. p. 6. Disponível em: www.cjf.gov.br. Acesso em 10 nov. 2018.